


أساسيات

# الإدارة المالية الحديثة

FUNDAMENTALS OF FINANCIAL MANAGEMENT



M.S.I.T

الدكتور دريد درغام

الجزء الأول

دار الرضا للنشر

# أساسيات الإدارة المالية الحديثة

## الجزء الأول

الدكتور دريد درغام

**سلسلة الرضا للمعلومات** ٣٧

سلسلة علمية متميزة لنشر ثقافة الإدارة الحديثة والمعلوماتية لتطوير المؤسسات والشركات التي تسعى للريادة.

**التدقيق اللغوي:** الأستاذ قاسم شعبان

**مركز الرضا للكومبيوتر - دار الرضا للنشر**

تجهيز - قرب فندق برج الفردوس - هاتف: ٢٢٢٤٦١٧

تلفاكس: ٢٢٢٢١٦٣

ص.ب: ٤٢٦٧

E-mail: Reda-Center @ net.sy

الطبعة الأولى — حقوق النشر محفوظة

تشرين أول ١٩٩٩

# تقـــديـــم

يشهد العالم اليوم حالة تحولات حضارية شاملة يفرضها التطور التقني الدائم والمتسارع في تكنولوجيا المعلومات والاتصالات، وما ولدته من انفجار معرفي شامل في جميع الاختصاصات والعلوم والمفاهيم، إنه عصر مازالت معانيه وأبعاده غامضة في أذهان معظم شعوب الأرض، وهذه التحولات تسارع ظهورها عبر ظاهرة العولمة والانفتاح الاقتصادي العالمي الذي أعطى للشركات المندمجة المتعددة الجنسيات الدور الأول في الاقتصاد العالمي، هذا ما خلق ضرورة مجتمعية ملحة لتطوير وتحديث مفاهيم التعليم والتثقيف عبر رفدها بالجهود العلمية التعليمية التخصصية المتواصلة، ومحاولة إدخال ونشر تقنيات لاستثمارها في تطوير واقع حياتنا العملية بفاعلية وإبداع، فالتطور المتسارع لتكنولوجيا المعلومات قد أدخل تغييراً جذرياً في مسار العلوم والأعمال ومنظومة المعرفة البشرية بشكل عام، وأعطاها بعداً جديداً يرفد الحضارة الإنسانية، وسرع التواصل الحضاري البشري في الثقافة والاقتصاد والعلوم وعالم الأعمال عبر تطورات متسارعة تعصف بالعالم دعيت بظاهرة العالمية أو العولمة.

فلم تعد تقاس الحضارة اليوم بمظاهر البناء والخدمات، لقد تعقد المشهد الحضاري ودخل في التفاصيل وازداد احتدام المنافسة الاقتصادية في ظل هذه التحديات الاقتصادية المتسارعة التي تواجه العالم، والدول والتي تفرض انهيارات اقتصادية مفاجئة في البورصات وأسعار العملات تنعكس انهياراً اقتصادياً وأزمة بطالة، وإذا كان ذلك جزءاً من ظاهرة العولمة فالجميع يعرف أن العولمة المالية هي الأصعب بين مظاهر العولمة، وحرية تنقل راس المال وقدرة جذب الاستثمارات هي المعيار الأهم لازدهار الاقتصاديات، وإن الشركات المتعددة الجنسيات تبحث عن مصالحها بعيداً عن الاعتبارات الاجتماعية والإنسانية، تبحث عن الأسواق الجيدة وأماكن الإنتاج حسب توفر اليد العاملة الرخيصة والخبيرة.

فكيف تحمي الدول نفسها ضمن عواصف العولمة والشركات متعددة الجنسيات، واستثمارات الأموال في البورصات التي لا تعرف إلا الربح والاستثمار في الشركات الناجحة، والتي سرعان ما تهجرها عند أي انخفاض في الأداء والأرباح، هذا كله يضع الإدارة المالية في رأس اهتمامات أي شركة أو مؤسسة تسعى للنجاح من خلال دراسة استثماراتها وإدارة سيولتها، وجذبها للمستثمرين من خلال استقرار أداءها المالي وحسن إدارتها للسيولة من خلال برمجة صحيحة للموارد والمبيعات والاستحقاقات والسندات.

لقد تطورت مفاهيم الإدارة المالية وأصبحت ركناً أساسياً في نجاح أي مؤسسة في إدارتها للسيولة، واختيارها للاستثمار المناسب، وبرمجة الاحتياجات، وتأمين التوازن المالي، وتحديد الهوامش المالية في الربح لتسهيل التسعير، وبالتالي التسويق، ودراسة وتحليل التكاليف، وضبط وإدارة التكلفة، عبر إيجاد الخيارات والبدائل المناسبة، بالإضافة للتعامل مع البورصات والمحافظ الاستثمارية والمصارف، وإيجاد التسهيلات المالية للعملاء والزبائن حسب حاجات التسويق والخدمات التي تدعم أداء الشركة.

وباختصار فإن للقرار المالي المبني على الدراسات والأرقام والضبط دور كبير في بناء احترام الشركة، ونجاحها في استثماراتها، وربط أي قرار بالتكلفة والاستراتيجية والمنافسة: حتى لا تقع المؤسسات في أزمات تؤثر على سمعتها واستقرارها ونجاحها في عالم يزدحم بالتنافس على أسس علمية وإحصائية دقيقة.

لقد ازدادت أهمية الإدارة في عصر العولمة والتغير الديناميكي المستمر، ولم تعد هيكلة ثابتة، وأصبحت الإدارة المالية في أي شركة هي أساس نجاحها واستمراريتها، ومن هنا يأتي كتاب الدكتور دريد درغام في أساسيات الإدارة المالية الحديثة بجزئه الأول ليقدم تعريفاً علمياً لهذه الأساليب الحديثة في الإدارة المالية، وهو الأستاذ الخبير والمتابع لتطورات هذا العلم الديناميكي الحديث الذي يحرك العالم اليوم، حسب مفاهيم قد لا يتحكم فيها أقوى الخبراء، فالتوقعات المالية غالباً ما تكون توقعات غيبية، وإن بنيت على أساس علمي، وإلا لكانت البنية الاستثمارية بعيدة عن عامل المخاطرة، فعالم المال هو عالم من الرمال المتحركة لا يمكن التعامل معه بنجاح إلا من خلال المعلومات والإحصاءات الدقيقة.

نتمنى أن يكون هذا المرجع بداية ناجحة للتعريف بطيف علوم الإدارة المالية الحديثة، وأن يغني كذلك طيف الكتب الإدارية التي تصدرها دار الرضا للنشر، وأن يقدم الفائدة العلمية المرجوة لكل قارئ راغب في اكتشاف هذه العلوم الحديثة التي تتحكم بمستقبل العالم اليوم.

والله ولي التوفيق والنجاح

دمشق في ٢٤/١٠/ ١٩٩٩

إدارة دار الرضا للنشر

هاني شحادة الخوري

# توطئة

لم نرغب بترجمة أحد كتب الإدارة المالية، بل فضلنا إعداد مرجع، نرجوه أكثر فائدة، وذلك باعتمادنا على مجمل الكتب التي وقعت بين أيدينا، وتناولت هذا المجال. وقد حاولنا التطرق لكل فكرة من خلال عرض مختلف وجهات النظر، وقمنا بإضافة آرائنا الشخصية إلى العديد منها. وقد قمنا باقتباس أمثلة من العديد من المؤلفين، كما دمجنا بعضها أحياناً بقصد إغناء الشرح وإفادة القارئ. وقد أشرنا في نهاية الكتاب إلى المراجع التي تم اعتمادها.

وحاولنا صياغة هذا العمل بالأسلوب الذي يساعد القارئ على فهم المبادئ الأساسية في الإدارة المالية، وبحيث يستطيع القيام بتطبيقات مباشرة على واقع بلدنا، وذلك بالتنبيه قدر المستطاع إلى خصوصية كل نموذج، أو طريقة معروضة. فكما نعلم، يوجد أحياناً اختلاف جذري في ظروف وطبيعة القوانين والأنظمة السائدة في العالم النامي، عنها في العالم المتقدم. وقد اكتفينا في هذه النسخة بما أوردناه من أفكار، نأمل رغم كونها موجزةً أن تكون مفيدةً للمهتمين. وسنسعى في النسخ المستقبلية لزيادة الأمثلة والدراسات العملية، من واقع عمل الشركات السورية.

كما ننبه إلى أن الأفكار التي وردت في هذا الكتاب، تتناول دراسة وتحليل نشاط الشركة، من خلال مستقبل مؤكد في توقعاته وتنبؤاته المستقبلية. وسنتعرض في كتاب لاحق، لأهم التطبيقات المالية في ظل عشوائية المستقبل، وعلى أساس دراسات احتمالية وإحصائية، يصعب التطرق لها، دون المرور بالأساسيات التي أوردناها في الكتاب الحالي. ونعتقد بأن استيعاب وفهم الأفكار المعروضة هنا، يعتبر شرطاً أساسياً للانتقال إلى المراحل المتقدمة من علم الإدارة المالية في الشركات، وتقييم واختيار استثماراتها، وهي المواضيع التي ستشكل صلب الجزء الثاني، الذي سيصدر قريباً.

إلى زوجتي وابنتي

# مقدمة

تحتّم قيودٌ كثيرةٌ على الشركة أن تحافظ على وضع مالي جيد. نعدّد من هذه القيود، التزاماتها تجاه المساهمين و المُقرضين و المُورّدين و الموظّفين والعمال والدولة و أنظمة التأمين الاجتماعي. و بغض النظر عن الالتزامات المؤقتة، يترتب على الشركة، التفكير بالمحافظة على القدرة المالية لاستثماراتها و تطورها المستقبلي.

ويمكن اعتبار أيّ شركة، بمثابة منظومةٍ من التبادلات، من حيث وجود تدفقات فيزيائية مدخلة، قد يتم إجراء تعديلاتٍ عليها، أو تركيباتٍ منها، لتخرج في النهاية في تدفقاتٍ فيزيائيةٍ من طبيعةٍ أخرى.[1] ويمكن القول بأنه يوجد مقابل كل تدفق فيزيائي تدفقٌ ماليّ مقابلٌ. والتبادلات تكون إما خارجيةً، بين الشركة وبيئتها، أو داخليةً بين مختلف أقسامها ودوائرها. وتتعلق هذه التبادلات بشكل أساسي، بالنفقات والإيرادات والاستثمار ومصادر التمويل. ومن أجل إدارة الشركة، هناك حاجةٌ لتحديد التبادلات الواجب تنفيذها، وماهية تحقيقها. لذا يتوجب الاستفادة من نتائج التبادلات التي نُفذت سابقاً، والتنبؤ بالتبادلات المستقبلية. وتحتاج إدارة الشركة إلى هذه المعلومات، كي تخفّض من الرّيبة والشّكوك المحيطة بكل مشروعٍ مستقبلي، وكي تستند إليها في اتخاذ القرارات. هذا الأمر استدعى وجود منظوماتٍ مختصةٍ بتحضير وتنظيم هذه المعلومات. وبقدر ما تكون المعلومات دقيقةً[2] ومُحدَّثةً (لأن التأخر في إيصال المعلومات، يؤدي إلى

[1] نتحدث هنا عن تدفقات فيزيائية، وأهملنا وجود شركات الخدمات والاستشارات، التي تتميز بتدفقات من طبيعة غير فيزيائية.

[2] يجب أن تكون الدقة ضمن الحدود المقبولة. فعندما يرغب مستودع البراغي بجرد عددها بدقة، يلزمه وقت طويل. وكذلك الأمر في حال جرد أطوال الأسلاك المتوفرة في مستودع الكابلات. وهذا ما يدفع بالمسؤولين عن الجرد إلى وزنها مع قبول ارتياب متفق عليه ولكن ذلك يوفر الوقت.

*<u>إرباكات في اتخاذ القرار السليم، ويُضيع الكثير من الفرص)</u>، وكاملةً ومختصرةً، <u>(نظراً لعدم أهمية التفاصيل الدقيقة في الإدارة العليا)</u> وموضوعيةً <u>(خالية من الحشو أو الانحياز بالصياغة وتأخذ بعين الاعتبار الضروريات)</u> بقدر ما تكون مفيدة، ومساعدةً على اتخاذ القرار الصائب. إن الالتزام بهذه المعايير يختلف من حالةٍ إلى أخرى، فقد تؤدي الصرامة في تطبيق هذه المعايير إلى تعقيداتٍ مختلفةٍ، مثل هدر الوقت وزيادة التكاليف وضعف نوعية الخدمات. كما قد تتسبب باختناقاتٍ إداريةٍ لا داعٍ لها. والأمر يعتمد على حاجة كل متّخذ قرار في السلّم الهرمي للمسؤولية، وعلى ظروف كل قرار.*

*ولا يمكن عموما لأي صاحب قرار، معرفة المعلومات التي يحتاجها بدقة، وإلا لكان متأكدا من القرار الواجب اتخاذه. وفي الحقيقة، لا يكون لديه سوى تصور مبدئي عنه. وكلما كان هذا التصور ضبابيا، كلما زادت حاجة متخذ القرار للمعلومات. فيتضخم بالتالي الزمن اللازم للاطلاع عليها، وتزيد التعقيدات، مما قد يؤدي إلى اتخاذ قرارات خاطئة، أو إلى فقدان فرص غنية أمام الشركة. وهكذا نستنتج أن <u>نظم المعلومات عبارة عن نظم جزئية من نظم اتخاذ القرار</u>.*

*تعتبر المحاسبة إحدى المنظومات المختصة بتقديم مثل هذه المعلومات. وتحاول هذه المنظومة أن تقدم، بأفضل شكل ممكن، التدفقات المالية في الشركة. كما تسعى إلى تقدير أمين قدر الإمكان، للتبادلات الفيزيائية. فكما نعلم، هناك الكثير من العلاقات الفيزيائية الوصفية، التي قد يصعب تحويلها إلى علاقات مالية (مثل عدد الموظفين، وجودة المنتجات، وحالة الآلات، وكفاءة العمال ...).*

*<u>وتعتمد المحاسبة في تقدير التبادلات على الوحدات النقدية كوسيلة في القياس أو التقييم</u>. ويمكن التشكيك بسهولة في قدرة هذه الوسيلة على أن تكون موضوعية، في قياس كل التبادلات، سواء في لحظة معينة، أو عند اتخاذ الزمن بعين الاعتبار.*

وتتميز المحاسبة بقدرتها على تسجيل المعلومات وفق القانون، وعلى تجميعها وترتيبها في العديد من البيانات والجداول الجزئية، الضرورية لمراقبة قانونية وحسن سير فعالية الشركة. وبما أن حجم هذه المعلومات بشكلها المجزأ كبيرٌ جداً، تقوم المحاسبة بدمج الحسابات في مجموعاتٍ كليةٍ، بحسب انسجام كل منها مع الأخرى. وينتج عن ذلك مجموعةٌ من الجداول الكلية، الهادفة إلى تقييم شامل لعمل الشركة. ونذكر على سبيل المثال، من هذه الجداول، حساب الأرباح والخسائر والميزانية. ويهتم الأول بتمثيل مختلف التدفقات المالية (نفقات وإيرادات)، التي تمت خلال الفترة المعتبرة، وأما الميزانية فتعكس صورةً لقيم أصول ومطاليب الشركة، منذ نشأتها لغاية تاريخ تحضيرها.

**وهنا نتساءل عن مدى دقة تجميع هذه المعلومات، وإمكانية استفادة متخذي القرار من تقديمها بالشكل المحاسبي.**

وتساعد جداول المحاسبة التقليدية، في مقارنة أوضاع الشركة نفسها من فترة لأخرى، وفي مقارنة الشركات فيما بينها. وبرغم فوائد هذه الجداول، فهي تعاني بشكلها المحاسبي، من العديد من المشاكل، وخصوصاً فيما يتعلق بتقديم صورةٍ حقيقيةٍ لسيولة الشركة، أو لقيمة ممتلكاتها أو ديونها، أو حتى فيما يتعلق بالتمييز بين النفقات الحقيقية أو "الوهمية" المجردة، وحتى بين الحسابات ذات الطبيعة المستقرة أو غير المستقرة. ولذلك تأتي الإدارة المالية (التشخيص والتحليل المالي) كمنظومة مكمِّلة ومصحِّحةٍ للرؤية المحاسبية لفعالية الشركة.

ولشرح ذلك سنقوم بالكشف عن بعض الفروقات بين نظرة كل منهما.

فمثلاً، تُسجِّل المحاسبة قيم المجودات الثابتة كما وردت في العقود الأصلية. ويتم تخفيض قيمها تدريجياً، بواسطة الاهتلاك. وكلنا يعلم، أنه بدءاً من تاريخ شراء الآلة أو المبنى، فإن القيمة النظرية المسجلة في الميزانية، تختلف كثيراً عن

*القيمة الحقيقية في السوق[3]. لا بل قد تصبح القيمة المحاسبية للأصل معدومة، بينما تستمر الشركة باستخدامه، وقد تبقى له قيمة في السوق في حال التصفية. فضلا عن ذلك، يلعب اختيار نوع الاهتلاك (في حال السماح بذلك)، دورا مهما في تقريب القيم المحاسبية إلى قيم السوق، كما يساعد في انتقاء أفضل مجموعة من الاستراتيجيات المتاحة للشركة.*

*وعند التسجيل الآلي لمختلف العاملات التي يتطلبها عمل الشركة، لا تعير المحاسبة أهمية واضحة لما قد يسببه وجود أموال فائضة في المصرف و الصندوق، أو زبائن مشكوك بتحصيل ديونهم، أو تشابكات مالية مستديمة مع الشركة الأم، أو مع الفروع أو مع الدولة أو مع الشركات الأخرى.*

*وإن تسجيل كل شاردة وواردة في عمل الشركة أمر ضروري. ولكن بغض النظر عن التسجيل القانوني لكل حساب جزئي، تختلف النظرة الشاملة لأوضاع الشركة وقدراتها المالية، بحسب الطريقة المتبعة في بناء الجداول الإجمالية. و هنا نميز بين وضع المحاسبة كما هو متعارف عليه، كمتابعة روتينية بحتة لقانونية التسجيل، و تشكيل للجداول العامة، ودور الإدارة المالية من حيث التحليل المعمق لهيكلية الحسابات، و السهر على مقارنة مختلف إمكانيات التسجيل القانونية، من أجل تفعيل قدرة الشركة على تحقيق أهدافها، واتخاذ القرارات الأكثر حكمة.*

*وتعيد الإدارة المالية تشكيل الجداول العامة، فتقوم بتغيير أماكن بعض المجاميع، وتوصي بإجراء بعض التعديلات، بغية الوصول إلى الشكل الأمثلي الذي يمكن الاستفادة منه. وكل ذلك يهدف إلى تقديم الجداول الإجمالية بحيث يسهل حساب المجاميع والتحولات اللازمة لتشخيص فعالية الشركة، (رأس*

---

[3] وهذا ما يدعو المحاسبة أحيانا، في حال الزيادة الكبيرة في قيمة السوق، إلى اللجوء إلى إعادة تقييم الموجودات. ولكن قلما تلجأ الشركات في البلدان النامية إلى مثل هذه الإجراءات أو تلجأ إليها بشكل متأخر.

المال العامل، و الحاجة إلى رأس المال العامل،و الخزينة، ومختلف التدفقات، كالتمويل الذاتي، ومختلف النسب المعتمدة في تحليل أوضاع الشركة، وتقييم أدائها).

وتجدر الإشارة إلى أنه بغية اعتماد الدقة، قد يتعمد المحاسبون عند تحضير الجداول الإجمالية، إبراز الأرقام والقيم بشكل تفصيلي حتى بالفواصل العشرية، مما يتسبب بصعوبة قراءة المبالغ. أما الإدارة المالية على مستوى المدراء فتفضل كتابة المبالغ **بالآلاف أو بالملايين**، حسب حجم الشركة، (وفصل المئات عن الآلاف عن الملايين ...)[4] لأن ذلك يسهم في سهولة قراءة الجداول. ويراعى عند إجراء هذه التقريبات ألا يتجاوز الارتياب الناجم عنها نسبة دقة متفق عليها، وذلك بشكل يتناسب وحجم أعمال الشركة.

وتعتمد الإدارة المالية بشكل كبير، على المعلومات القادمة من المحاسبة، ولكنها تتميز بنظرة أكثر عمقا، وذات بعد استراتيجي شامل، يقارن باستمرار نتائج الشركة ببعضها عبر الزمن، كما يقارنها ببيئتها الخارجية. ومن هنا نجد أن الإدارة المالية تهتم أيضا، بفهم حركة السوق، ومصادر التمويل، وتطور مشاريع الشركة، واستقراء التطورات الاقتصادية، لاستباق المخاطر، وتوظيف رؤوس الأموال المتوفرة بأفضل شكل ممكن.

ولفهم طبيعة عمل الإدارة المالية، قد يكون من المفيد أن نذكر بتطورها، (في العالم المتقدم خاصة) خلال القرن الحالي. وقد اقتصر اهتمام الإدارة المالية، في البدايات، على تأمين مصادر التمويل اللازمة لنمو الشركة، وتوسيع مشاريعها. وهذا ما جعلها تقتصر على دراسة العلاقات مع مختلف مصادر التمويل، وطبيعة

---

[4] فمثلا يمكن كتابة المبلغ 12452325.65 بالشكل 326 452 12 أو بالشكل 452 12 أو بالشكل 12.4 والإشارة بالترتيب إلى أن الأرقام بالليرة أو بآلاف أو بملايين الليرات. تساعد هذه الطريقة في تيسير قراءة الأرقام وبالقيام بمراقبة انسجام المجاميع المختلفة بسرعة.

أعمالها، (المصارف خاصة، والأسواق المالية بدرجة أقل، نظرا لعدم تطور أدواتها في تلك الفترة من الزمن).

ثم شهدت سنوات الخمسين، تغيرات جذرية في عالم الشركات، إذ ازدادت أحجامها بشكل كبير، وبدأت الشركات المتعددة الجنسيات ترى النور، كما ظهرت أدوات تمويل جديدة، تميزت بتعددها وتنوع شروطها. وأدت هذه التغيرات (إضافة إلى احتدام التنافس) إلى عدم حصر وظائف الإدارة المالية بالموارد المالية فحسب، وإنما شجعت على الاهتمام المتزايد بطرق استخدام هذه الأموال.

وتزايدت منذ السبعينيات والثمانيات، عمليات دمج الشركات وامتلاك بعضها لبعضها الآخر، كما تعددت الأدوات المالية، التي تسمح للشركات بتغطية مواقفها تجاه خطر تقلبات معدلات الفائدة، وأسعار القطع الأجنبي. فتزايدت أهمية الإدارة والتحليل الماليين، وتأكدت هذه الأهمية مع تطور المعلوماتية، التي سمحت باستخدام برامج متقدمة، وتطبيق الكثير من النماذج والتحليلات، التي كان يصعب تطبيقها يدويا. تهتم الإدارة المالية حاليا، بمصادر التمويل، وبطرق استخدامها، وتشارك في تقييم واختيار الاستثمارات، وذلك بالتنسيق مع مختلف الإدارات الأخرى في الشركة.

وتشكل الفصول القادمة مدخلا إلى الإدارة المالية، وعرضا لبعض المواضيع الضرورية للإلمام بها، وللانتقال إلى مفاهيم أخرى أكثر عمقا. ويقسم الكتاب إلى بابين، الأول يتناول الجداول المالية ومجاميعها الأساسية ومفهوم التدفقات والأرصدة، أما الباب الثاني فيتعرض للمفاهيم الأساسية للإدارة المالية في الشركة على الأمد القصير.

وفي الفصل الأول من الباب الأول، نشرح مفهوم التدفقات المالية والثروة. ثم نشرح مفهوم الميزانية وتحليلها في الفصل الثاني. أما الفصل الثالث، فيتناول حساب النتائج، وطرق تحليل أهم المجاميع المالية المنبثقة عنه.

ويبدأ الباب الثاني بشرح النسب المالية ، وكيفية التعامل معها (فصل II.1). ثم نشرح طرق إدارة الحاجة لرأس المال العامل (فصل II.2) وكذلك جداول التمويل، (فصل II.3). ثم ندرس في الفصل II.4 تدفقات الخزينة. وقبل دراسة مخطط الخزينة (فصل II.7) سنتعرض لشرح مبسط لمعدل الفائدة، وكيفية التعامل معه ، (فصل II.5) وكذلك لطرق تقدير تكلفة مصادر التمويل القصير الأمد (فصل II.6).

# الباب الأول

# الجداول والمجاميع

# والتدفقات المالية والخزينية

## فصل I.1: التدفقات المالية أو الخزينية

يتوجب على الشركة، متابعة الكثير من التدفقات اليومية، أحياناً، وتحاول دوماً، تنظيم إيراداتها ونفقاتها. وتولي الإدارة المالية أهميةً كبرى، لإيجاد توازنٍ مستمر، بين مدفوعات ومقبوضات الشركة. كما أنها تحاول ترتيب المعلومات المتوفرة لديها، بغية تحضير جداول خزينية، يسمح بعضها بدراسة وشرح التدفقات السابقة، بينما يسمح الآخر بتحضير توقعات هذه التدفقات للمستقبل.
وترتبط تدفقات الخزينة بمجموعةٍ من العمليات، يميز بعضها نشاط الشركة الإنتاجي والتجاري، (تشغيل واستثمار)، ويميز الآخر فعالية الحصول على الموارد المالية اللازمة من ديونٍ وأموالٍ خاصةٍ.
ولفهم طبيعة هذه العمليات، نأخذ مثالاً شركةً بسيطةً، ممثلةً بأحد محلات البقالة. يذهب البقال صباحاً إلى السوق فيشتري كميةً من الخضار والفواكه. ولنفرض أنه دفع نقداً وأنه باع كل ما اشتراه خلال النهار نقداً أيضاً. وبحساب الفرق بين ما دفعه صباحاً وما قبضه حتى المساء، يمكنه معرفة الربح الذي حققه.

ولكن الأمور لا تسير بهذه السهولة في الحياة الطبيعية للشركات. وهنا نذكر بعض الأسباب:

- قد لا تبيع الشركة كل مشترياتها فوراً، فتضطر للتخزين.
- قد يتلف بعض المخزون.
- في الشركات المصنعة، تتحول المواد الأولية إلى مواد نصف مصنعة ومنتهية، خلال فترة تطول أو تقصر (أيام أو أسابيع للصناعات العادية وسنوات لبعض المنتجات مثل الخمور المعتقة). ويتسبب ذلك بوجود انزياحات بين لحظة الشراء ولحظة البيع.
- ويضاف إلى الانزياحات السابقة، مشكلة الانزياحات الزمنية في التبادلات المالية، (إمهال الأطراف المختلفة في تسديد التزاماتها).....

وتخلق العوامل السابقة تبايناً بين حجم الإنفاق التشغيلي وإيراد الشركة. ولا يمكننا الفصل القاطع، بين حلقات التشغيل المتتابعة. فالتشغيل مستمر، وتتداخل عمليات الحلقات فيما بينها، إذ لا تنتظر الشركة نهاية حلقة تصنيع، لتبدأ بالأخرى. وتسعى الشركات دوماً لتحقيق هامش تدفق موجب في كل الفترات، (باستثناء فترات ما قبل البدء بالعمل أو حسب طبيعة النشاط الفصلية..).

وتحتاج الشركة أثناء نشاطها الطبيعي، إلى مجموعة تجهيزات، (بناء، ووسائل نقل. آلات..) قد يصيبها التلف مع الزمن، مما يستدعي تجديدها. وعندما يزداد نشاط الشركة، تحاول توسيعه عن طريق الاستثمار في فعاليات جديدة. وهذا يستدعي شراء أصول جديدة، بتكلفة استثنائية عالية. وتأخذ ضمناً خطر عدم تحقيق هوامش موجبة، (احتمال خسارة) وكذلك خطر تقادم التجهيزات، مما يُخفِّض من تنافسيتها. ويستدعي كل ذلك إجراء دراسةٍ دقيقةٍ لمردوديتها.

وتقوم أغلب الشركات بالاستثمار، بغية استخدامها لفترة تزيد عن الفترة المعيارية، (السنة). لذا يجب التمييز بين النفقات التشغيلية، والنفقات الاستثمارية. ويمكن مقاربة الأمر مع نشاط الإنسان، الذي يميز بين نفقاته الاستهلاكية العادية، (التي تؤمن له حداً أدنى من الرفاهية، مثل الأكل واللباس والسينما..)، ونفقاته الاستثمارية، التي ستؤمن له استهلاكاً أفضل في المستقبل (كشراء براد أو فرن أو سيارة..).

ويهدف الاستثمار لتحقيق تدفقات خزينية (نقدية) موجبة في المستقبل، تكفي لإرضاء من أذعن عن استهلاكٍ فوريٍ بانتظار تحسين حالة التشغيل الحالية، (وتحسين مستوى الرضى عن الاستهلاك المستقبلي).

ويضطر رب العمل للإنفاق، من أجل تطوير وضمان حسن سير عملية التشغيل والاستثمار. لذلك، لا بد له من إيجاد مصادر مالية كافية وملائمة، لضمان توازن خزينته بين الدفع والقبض. وإذا طلب هذه المصادر من أشخاص خارجيين، وجب عليه الانتباه إلى عدم مجانيتها (إذ نادراً ما تكون مصادر التمويل مجانية). وغالباً ما تأخذ هذه المصادر صيغة ديون تتميز بكونها عقود قطعية، تتعهد الشركة من خلالها، بدفع خدمة الدين في كل فترة (تسديد أقساط أصل الدين والفوائد)، وذلك بغض النظر عن نتيجة التشغيل، خسارة كانت أم ربحاً.

ولا يمكن للشركة الاستمرار في نشاطها، قبل تأمين التوازن بين الإيرادات والنفقات. وهنا تأتي أهمية رؤوس الأموال الخاصة من المساهمين، الذين يقبلون بالقليل (وربما لا شيء) في الفترات الأولى أو الصعبة، على أمل تحقيق أرباح عالية في المستقبل. <u>ومن هنا جاءت تسمية هذه الأموال بالأموال الخطرة</u>. ويصبح المساهمون بمثابة صمام الأمان الذي يقبل بالمبدأ التالي: كلما زاد الخطر ارتفع احتمال الربح أو الخسارة. فإذا أخفقت الشركة قد يفشلون في استرجاع أموالهم وإن نجحت قد يستردون أضعافها.

وهكذا نستطيع التمييز بين تدفقات الخزينة التالية:

- تدفقات التشغيل، الناجمة عن الإنتاج والتوزيع والبيع...
- تدفقات الاستثمار، الهادفة إلى تحسين وزيادة وتوسيع نشاط الشركة.
- تدفقات الديون، المتمثلة في ديونٍ جديدةٍ، وما يترتب عليها من تسديد أقساط وفوائد.
- تدفقات الأموال ذات الطبيعة الخطرة: وتتمثل في زيادة رأسمال، وتوزيع الحصص على المساهمين، وفي الضرائب على الأرباح[1].
- تدفقات مالية تشغيلية: بالإضافة إلى التدفقات الرئيسية الأربعة السابقة في كل شركة، قد تلجأ بعض الشركات، إلى ممارسة نشاطٍ ماليٍّ مستمرٍّ، بالإضافة إلى نشاطها الطبيعي. ففي حال توفر فوائض مالية دائمة، أو في حال الحصول على مصادر تمويلية رخيصة، قد تلجأ هذه الشركات إلى توظيفها في الأسواق المالية.

وبعد أن عرضنا مختلف الأفكار المبدئية المساعدة على فهم التدفقات النقدية، نقترح الانتقال إلى مفهوم الثروة، وتدفقاتها التي تختلف عن التدفقات السابقة.

## مفهوم الثروة

للتعرف على هذا المفهوم، نطرح التساؤل التالي: هل تزداد ثروتك إذا اشتريت منزلاً أو سيارة؟ هل يختلف جوابك، إذا علمت أن عملية الشراء قد تمت عن طريق قرض؟

---

[1] تقبض الدولة الضرائب، وهي الطرف الوحيد الذي يحصل على إيرادات، دون حقنٍ مباشرٍ لأموال في الشركة. وهذا الكلام غير صحيح بالمعنى المطلق، إذ تقدم الدولة أموالها بشكل غير مباشر، وذلك بتوفيرها للبنية التحتية والخدمات العامة، وتطبيقها للقوانين الناظمة للعلاقات بين مختلف الأطراف، وكل الشروط الخارجية الضرورية لكل مناخ استثماري ملائم.

غالباً ما يتخبط المرء بين مفهوم تغيرات الخزينة وتغيرات الثروة. والجواب على السؤالين السابقين بسيط ويتجلى بالشكل التالي:

**لا تتغير ثروة المرء عند الشراء (تحويل النقود إلى أصل ما) طالما تتم عملية الشراء عند سعر التوازن.** ونقصد بمفهوم سعر التوازن، أن المشتري إن رغب بالبيع، فلن يبيع إلا بنفس سعر الشراء. ويُعتبر التمييز بين مفهوم التدفق المالي ومفهوم الثروة، ركناً أساسياً من أساسيات الإدارة المالية.

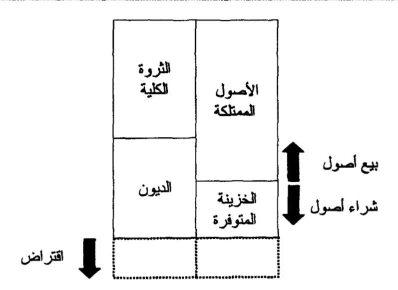
**مثال:** عند شراء منزل أو سيارة لن يكون المشتري أغنى أو أفقر كل ما حدث، هو تحويل لمتلكاته النقدية، إلى ممتلكات من طبيعةٍ أخرى.

**مثال:** عند الاقتراض من المصرف، ستبقى الثروة ثابتة، لأن الأموال التي حصلنا عليها، عبارة عن دين يجب تسديده. كل ما حدث، هو أن النقود السائلة قد زادت في خزينة المقترض، بمقدار القرض الذي حصل عليه (مما رتب عليه التزامات مكافئة).

**مثال:** عندما يحدث حريق في منزل أحدهم، وكان مُؤمِّناً عليه. فلا يمكن القول بأن ثروته قد انخفضت، إذ أن مؤسسة التأمين ستعوضه بقيمة الأضرار التي حدثت (نفترض التعويض عن كامل الأضرار). ويتم التعويض بشكل نقود، مما يزيد من خزينته. إن مقدار الزيادة يعادل قيمة الأضرار، أي أن الثروة الإجمالية (أصول ونقود) لم تتغير.

**مثال:** عندما يحدث حريق في منزل أحدهم، ولم يكن مُؤمِّناً عليه. ستنخفض الثروة بقيمة الأضرار. ولكن الخزينة لن تُمَس، أي أن كمية النقود الموجودة بحوزته، لم تنقص ولم تزد بنتيجة الحريق.

يمكننا تمثيل الأمر بالشكل التالي:




تنقسم موجودات الشركة، من جهة إلى الخزينة، ومن جهة أخرى إلى أصول مختلفة، تتباين في سيولتها[2]. أما ثروتها الكلية، فتساوي قيمة الأصول الصافية من ديون الشركة.

ولا تتأثر ثروة الشركة بطرق تمويل أصولها. فإذا اشترت الشركة أصلاً ما، من خزينتها، لا تتغير الثروة. وعند الاقتراض، لا تتغير الثروة. فبقدر زيادة الخزينة تزداد الديون.

وعند بيع أصول لن تتغير الثروة. وكل ما سيحدث هو تضخيم للخزينة على حساب الأصول، بشرط أن يكون سعر البيع، مساوياً لسعر الشراء (للسعر الدفتري) كما ذكرنا أعلاه. أما إن اختلف السعر، فستحقق الشركة نتيجةً ما تغير، من حجم ثروتها. فإن كان سعر البيع أقل، ستنخفض الثروة وإن كان أعلى، تزداد الثروة.[3]

---

[2] سنتعرض لاحقاً لمفهوم السيولة بتفصيل أكبر.

[3] لن نتدخل هنا في مقارنة الزيادة في الثروة مع مستوى التضخم وسنترك هذا الموضوع لمراحل متقدمة.

ينبغي علينا التمييز بين تغيرات الثروة، وتغيرات الخزينة. ومن هذا المنطلق، يتم تحليل كل عملية نقوم بها، من وجهتي النظر التاليتين:

- هل تأثرت خزينتي؟ أي هل أدى الأمر إلى مدفوعات، أو مقبوضات للنقود؟
- هل تأثرت ثروتي الكلية، هل غيّرت الإيرادات أو النفقات من قيمة الثروة؟ أم أنها مجرد تغيير في قيمة الموجودات أو الالتزامات دون أن تتأثر الثروة أو حقوق الملكية؟

**وتهدف جميع الشركات من خلال القبول بإنقاص أولي للثروة، إلى زيادتها، مع استمرار نشاطها، على الأمد البعيد.**

وهكذا، نجد ضمن منظور الثروة، أن حساب النتائج (الذي سنشرحه بعد قليل) يعبر عن مجمل نتائج عمليات وتدفقات الثروة، خلال فترة محددة. وفي الجهة المقابلة، نجد جدول تدفقات الخزينة، الذي يهتم بالآثار المترتبة على خزينة الشركة تحديداً.

وتضطر الشركة من أجل زيادة ثروتها إلى استهلاك موجوداتها. وهنا نميز بين الاستهلاك التشغيلي، والاستهلاك الاستثماري. فللحصول على منتجات مصنعة، "تقضي" الشركة على المواد الأولية الموجودة، وتستهلكها كاملةً، (مثال الخباز، الذي "يقضي" على مخزونه من الطحين والملح وغيرها للحصول على المنتج النهائي: الخبز). ولا يمكن للشركة الحصول على هذه المنتجات، لولا الاستثمارات التي لا تُستهلك بشكل كامل، وإنما "تهتلك" تدريجياً (مثال التجهيزات المستخدمة من قبل الخباز: الفرن والعجانة وغيرها). وجديرٌ بالذكر أن عملية التمييز بين النفقات الاستهلاكية والنفقات الاستثمارية ليست بالسهولة

التي يُظهرها مثالنا. فنفقات الدعاية قد تعتبر نفقاتٍ تشغيليةٍ، مع أنها تساهم في زيادة شهرة المحل، وبالتالي في زيادة الأصول (وبالتالي الثروة).
نستنتج أن الشركة تزيد من ثروتها، عن طريق معالجة أصولها. فهي (بغض النظر عن لجوئها إلى توظيف الأموال) تعيد تشكيل أصولها الدوارة، بالاعتماد على أصولها الثابتة كما أنها تنفق من خزينتها لزيادة القيمة المضافة، على الأصول المشكلة. بمعنى آخر، تدفع الشركة مجموعةً من النفقات، التي تظهر في حساب النتائج. ورغم إنقاص هذه النفقات لثروة الشركة، فإنها تفيد في إعادة تشكيل المنتجات بقصد بيعها، وتعويض ما تم "تبديده" من الثروة.

## الثروة وحلقة التشغيل

عند النظر إلى نشاط الشركات (وبغض النظر عن تغيرات الثروة الناجمة عن عمليات المضاربة أو التشغيل المالي للفوائض المتوفرة) يُعتبر التشغيل الطبيعي، المصدر الأساسي لزيادة ثروة الشركة. ويتم من خلال هذا التشغيل، "تدمير" الثروة المتوفرة (استهلاك مواد أولية، وإنفاق النقود المتوفرة على الأيدي العاملة، والخدمات الخارجية....) بغية خلق ثروةٍ جديدةٍ، متمثلةٍ بمنتجاتٍ من طبيعةٍ مختلفةٍ، على أمل أن يتم تقبلها من المستهلكين، وبسعرٍ مقبولٍ. وسنرى لاحقاً، أن نتيجة التشغيل، المتمثلة بالفرق بين إيرادات التشغيل ونفقاته، ليست سوى <u>فائض التشغيل الإجمالي. وهذا الفائض، عبارة عن مفهوم محاسبي، يدل على تغير الثروة</u>. وهو يختلف عن *فائض خزينة التشغيل، الذي يدل على تغير الخزينة، الناجم عن التشغيل.*

وهنا تأتي التساؤلات المتعلقة بضرورة التركيز على تاريخ العمليات، أم على تاريخ التسديد والقبض الفعلي للأموال. وهذا ما ينقلنا للتعرف على أسس معالجة إيرادات، ونفقات التشغيل.

## معالجة إيرادات التشغيل

إذا أنتجت الشركة مجموعةً من المنتجات المصنعة، ولم تبع إلا جزءاً منها، فإنها لا تعتبر كإيرادات بيع، إلا المنتجات المباعة. ويجب احتساب الربح الذي يتعلق بالمبيعات، فقط، مما يستدعي تحييد نفقات الإنتاج غير المباع (تغير مخزون المواد المنتهية). وكما نعلم، تقوم المحاسبة بوضع جميع نفقات التشغيل المتعلقة، سواءً بالسلع المباعة، أو غير المباعة، في حساب النتائج. وهذا ما يدفعنا لاعتبار كامل إنتاج السنة في الحسابات النهائية، وينقلنا لمفهوم الإنتاج (أي إضافة تغير مخزون المواد المنتهية، ونصف المصنعة). وبما أن تقييم المخزون غير المباع، يتم على أساس نفقات التصنيع، نستنتج أن تحييد النفقات المتعلقة به، قد تم فعلاً.

قد يتساءل البعض عن تاريخ اعتبار إيراد ما أنه فعلي، ويستحق التسجيل في قيود الشركة:

- عند تسجيل الطلبية والتزام الزبون بها.
- عند إرسالها من المصنع إلى المستودع.
- عند تنظيم الفاتورة أصولاً، أو تسليم البضاعة.
- عند القبض الفعلي لقيمتها..

وبشكل عام، يتم تسجيل البيع عند إرسال الفاتورة أو تسليم البضاعة. ولا تأخذ الشركة في البداية، خطر عدم التسديد. ولكن إذا اكتشفت هذا الخطر، تستدركه لاحقاً، عن طريق المؤونات.

## معالجة نفقات التشغيل

وبشكل عام، يتم تسجيل المشتريات، بتاريخ إرسال الفاتورة، أو تسليم البضاعة. ولكن بما أن أغلب المشتريات خلال السنة، لا يتم استهلاكها كاملةً، وجب الانتقال من مفهوم المشتريات، إلى مفهوم الاستهلاك (انظر لاحقاً) الذي يعكس ما تم استهلاكه فعلاً، خلال السنة.

**<u>مثال</u>:** تنتج شركة سلعة ما، وتتوفر لدينا المعلومات التالية:

| | |
|---|---|
| مخزون مواد أولية في بداية السنة | 100 ل س |
| مخزون مواد أولية في نهاية السنة | 200 ل س |
| مخزون مواد مصنعة في بداية السنة | 0 |
| عدد الوحدات المصنعة | 100 وحدة |
| عدد الوحدات المباعة | 90 وحدة |
| سعر بيع الواحدة | 100 ل س |

فإذا علمت أن شراء المواد الأولية وصل إلى 3000، وأن نفقات تحويل كل وحدة إلى سلعة منتهية تكلف 30 ل س، احسب الربح.

| نفقات | | إيرادات | |
|---|---|---|---|
| شراء | 3000 | مبيعات | 9000=100*90 |
| نفقات تشغيل | 3000=30*100 | | |
| الربح | 3000 | | |

وهذا الربح غير صحيح، إذ بقي مخزون لم يتم تصنيعه. لذا نعتمد على مفهوم الاستهلاك، الذي يعوض العيب الظاهري، في طريقة التسجيل المحاسبي. فكما

نعلم، تسجل المحاسبة نفقات الشراء بتاريخ عقدها، وليس بتاريخ استهلاكها. وهنا يأتي دور هذا المفهوم الذي لا يعتبر سوى المواد، التي تم استهلاكها فعلاً.

| نفقات | | إيرادات | |
|---|---|---|---|
| استهلاك | 2900=(100-200)-3000 | مبيعات | 9000=100*90 |
| نفقات تشغيل | 3000=30*100 | | |
| الربح | 3100 | | |

وهنا نجد أيضاً، أن الربح غير صحيح، لأن النفقات تشمل كل الوحدات المنتجة، بينما لم نأخذ بعين الاعتبار سوى الوحدات المباعة. لذا يجب تحييد نفقات الوحدات التي لم يتم بيعها، ونجري ذلك، بأخذ تغير مخزون المواد المصنعة بعين الاعتبار. ويساعد هذا التحييد أيضاً، في قصر اهتمام الشركة على المواد التي تم استهلاكها فعلاً.

| نفقات | | إيرادات | |
|---|---|---|---|
| استهلاك | 2900=(100-200)-3000 | مبيعات | 9000=100*90 |
| نفقات تشغيل | 3000=30*100 | تغير المخزون | 300 = 30*10 |
| الربح | 3400 | | |

وسنرى لاحقاً، وبتفصيل أكبر، كيفية التعامل مع تغير مخزون المواد الأولية ونصف المصنعة، والمنتهية، حيث تستخدم الشركة مفهوم إنتاج السنة، المتمثل بالمبيعات، مقيّمةً بسعر البيع، وبالإنتاج المخزَّن، مقيَّماً بسعر التكلفة، بغية تحييد النفقات الإضافية، كما ذكرنا أعلاه، (أي ما يكافئ أخذ الاستهلاك والمبيعات ونفقات التشغيل المتعلقة بالوحدات المباعة فقط).

**وهكذا، نستطيع أن نقول، أن حساب النتائج لا يهتم بالتدفقات الخزينية، وإنما بتزايد أو انخفاض الثروة**. كما أن نتيجة التشغيل في هذا الحساب، لا تنبثق عن عملية الإنتاج، وإنما عن عملية البيع. فكما ذكرنا من خلال المنهجية المتبعة، يتم تحييد الوحدات غير المباعة. وهذا يعني أن **الشركة التي تنتج دون أن تبيع، لن تحقق أرباحاً، ولن تزداد ثروتها**. لذلك، على الشركة الراغبة بزيادة ثروتها، وبتحقيق أرباح، ألا تكتفي بالتركيز على الإنتاج، وإنما يجب عليها الاهتمام بالبيع، فهو أساس زيادة الثروة.

## الثروة والاستثمارات

مفهوم الاستثمار يعني التخلي عن نقودٍ متوفرةٍ حالياً، على أمل زيادتها في المستقبل. وكما ذكرنا، يتمثل الاستثمار في تحويل طبيعة الملكية النقدية للأموال، إلى ملكية أصول من طبيعة أخرى، تتميز بأن لها قيمةً ما. وبالتالي لا يعني الاستثمار إنقاصاً للثروة.

وتتميز نفقات الاستثمار عن نفقات التشغيل، بكونها لا تظهر مباشرةً في حساب النتائج. ولكنها تتأثر بعدة عوامل منها: : التقادم التقني، أو تغير أسعار السوق.. ويتسبب كل ذلك بتغيُّر قيم أصول الاستثمار. وحسب مبدأ الحيطة في المحاسبة، يُسجَّل كل انخفاض محتمل في هذه القيم (عن طريق الاهتلاك والمؤونات) بغية تحديد الربح. بينما في الحالة العامة، لا تُسجَّل الزيادات في القيم، إلا في حالة البيع الفعلي لهذه الأصول. وننبه إلى أن التسجيل المحاسبي للانخفاض المحتمل، يتميز بطبيعته الجزافية وغير الدقيقة، فهو يخضع لقواعد وضوابط محددة، تعيق التقارب الفعلي الدقيق بين القيم المحاسبية والسوقية.

## الثروة وعمليات التمويل

نقسم عمليات التمويل، إلى عمليات زيادة مصادر التمويل التي تلجأ إليها الشركة عند الحاجة (الاستدانة وزيادة رأسمال) وعمليات توظيف الفوائض عند توفرها.

### عمليات الاستدانة

كنا قد ذكرنا، أن عملية الاقتراض أو الإقراض، لا تغير من الثروة. **فتسديد القرض لن ينقص من الثروة، بينما تسديد الفوائد هو إنقاصٌ لها**. ومن هذا المنطلق، نجد أن حساب النتائج المتخصص في العمليات المؤثرة على الثروة، لا يهتم إلا بالفوائد (ويترك آثار التسديد لتظهر في انخفاض الديون في الميزانية).

### عمليات زيادة رؤوس الأموال

نقول عن رؤوس الأموال المحقونة من قبل المساهمين بأنها خطرة، لأنها قد لا تحقق عوائد مالية، وقد لا يتم استرجاعها. وتوفر هذه الأموال لأصحابها حقاً في ملكية الشركة، إضافةً إلى حصص محتملة التوزيع. رغم كون الحصص من نفس طبيعة الفوائد المالية (أجزاء من الثروة التي خلقتها الشركة) لا يذكرها حساب النتائج صراحةً. وأخيراً، ينبغي أخذ الضرائب بعين الاعتبار، فهي جزء من الثروة التي حققتها الشركة، تحصل عليه الدولة مقابل مشاركتها برأسمال غير مباشر: بنية تحتية، وتوفير مناخ استثماري...

### عمليات التوظيف المالي

إضافةً إلى فعالية التشغيل والاستثمار الإنتاجي، قد تلجأ بعض الشركات ذات الفوائض، إلى الاستثمار المالي أو التوظيف القصير الأمد، أو المتميز بالمضاربة في الأسواق المالية. تؤدي كل هذه العمليات إلى إيراداتٍ ماليةٍ (وقد تكون خسائر) تُضاف إلى النتيجة الاقتصادية.

## عمليات استثنائية

بالإضافة إلى ما سبق، قد تحقق الشركة بعض الأرباح أو الخسائر الاستثنائية، بنتيجة تغير سعر القطع، أو بيع موجودات. سنتناول مختلف تدفقات هذه العمليات في الفصول اللاحقة.

من خلال عرضنا السابق، وجدنا فرقاً بين التدفقات النقدية، من مدفوعات ومقبوضات (مما يقود لدراسة تغيرات الخزينة) وتدفقات الثروة الناجمة عن النفقات والإيرادات المُدرجة في حساب النتائج. ونتساءل عن العلاقة بينهما؟

وللوهلة الأولى، قد يظن البعض أن لا علاقة بينهما! ولكن الأمر غير صحيح، لأن من يملك ثروةً من طبيعةٍ ما فسيجد عاجلاً أم آجلاً أن لديه خزينة من النقود، وكذلك الفقير (المحروم من الثروة) سيعاني عاجلاً أم آجلاً – ما لم يحقق ثروةً مع الزمن– من مشاكل خزينية. أما بالنسبة للشركات، فيمكننا القول، أنه رغم الانزياحات الزمنية، بين النتيجة في حساب النتائج، والخزينة الموجودة في الميزانية، فإن هذين الحسابين، يتقاربان لاحقاً.

ونشرح سبب التباعد بين النتيجة (تغير الثروة) والخزينة، بالطريقة التالية:

**فيما يتعلق بالتشغيل**، يكمن الفرق بين إيرادات ومقبوضات التشغيل من جهة، وبين نفقات ومدفوعات التشغيل من جهةٍ أخرى، في الانزياحات الزمنية، المتمثلة في:

- مدة إمهال الزبائن والموردين.
- التباين بين شراء المواد الأولية واستهلاكها.
- التباين بن المبيعات والإنتاج، المتعلق بحجم مخزون المواد نصف المصنعة، والمنتهية.

**وفيما يتعلق بالاستثمار**، يوجد فرقٌ كبيرٌ بين أثره على الخزينة، وأثره على النتيجة. فكما ذكرنا، لا يغير الاستثمار من حجم الثروة. لذا لا تُسجل قيمته مباشرةً في حساب النتائج بينما تنخفض الخزينة بنفس القيمة. ويحاول حساب

النتائج (من خلال أعباء الاهتلاك) توزيع قيمة الاستثمار على فترة استخدام الأصل المعني.

أما فيما يتعلق بالعمليات المالية، فهي بطبيعتها مرتبطة بحسابات الخزينة، ولكن لا يظهر من آثارها سوى عوائد هذه الموارد (فوائد، حصص، ضرائب) التي تؤثر على ثروة الشركة. ويمكن اعتبار هذه التدفقات، كنفقات للشركة، أو بمثابة توزيع للثروة، بين مختلف المشاركين في تمويلها.

ولقد اقتصر تحليلنا السابق على دراسة موجزة للتدفقات. سننتقل الآن إلى دراسة مفصلة لمفهوم الأرصدة، من خلال دراسة الميزانية وطرق تحليلها، ومن ثم نتناول الدراسة التفصيلية لمفهوم التدفقات.

# فصل I. 2: الميزانيــة

تمثل الميزانيـة صـورة لحظيـة لممتلكات الشـركة ومطاليبـها. فـهي تجـرد، مـن جهــة، قيـم كـل موجــودات الشـركة، وترتبــها مــن الأعلــى إلى الأســفل، حســب ســيولتها المتزايدة (أي إمكانيـة تحويلـها إلى وحـدات نقديــة). وتســتقصي مــن الجهــة المقابلــة كـل المـوارد الماليـة، الـتي اعتُمـد عليـها في الحصـول علــى هــذه الموجــودات. وترتــب الميزانيـة المطـاليب مـن الأعلـى إلى الأسـفل، حسـب درجــة اسـتحقاقها المتناقصــة (أي حسب بُعـد تـاريخ التسـديد).

تعتمد الميزانية على إظهار نشاط الشركة من خلال الأرصدة. ونعرف الرصيد، بأنه مجمـوع تراكم التدفقات، حتى اللحظة التي يتم بها تحضـيره. أمـا التدفـق، فـهو التغـير في قيمـة الرصيد خلال الفترة المعنية. وتختلف دراسة وتحليل الأرصدة، عن التحليـل علـى أسـاس التدفقات. وهنا يكمـن الفـرق بـين مـا يسـمى بـالتحليل السـاكن (للأرصـدة) Analyse statique والتحليل الديناميكي Analyse dynamique المعتمد على قراءة التدفقات.

وتعتـبر دراسـة الميزانيــة، حجـر الأسـاس في عمليـة التحليـل المـالي السـاكن. إلا أن ارتكـاز هـذه الدراسـة علـى الميزانيـة كمـا تصدرهـا المحاسـبة بشـكلها "الخـام" يشـكك في مصداقيتـها، لأن تحضيرهـا قـد تم لخدمـة أهـدافٍ محاسـبية وضريبيـة فيجعلـها قاصرةً وغير ملائمة للتحليـل المـالي ممـا يتطلـب إعـادة بنائـها.

وتـهدف دراسـة الميزانيـة إلى تشـخيص التـوازن المـالي للشــركة، وقدرتــها علــى الوفـاء بالتزاماتـها، وإلى دراسـة أوليـة للبنيـة الماليـة (انطلاقـاً مـن التمثيـل السـاكن في لحظـة مـا لحسـابات الشـركة!). وقـد تطـورت تقنيـات التحليـل السـاكن في الآونـة الأخـيرة، ولم تعـد تقتصـر علـى الطريقـة التقليديـة، بمقارنــة سـيولة الأصـول مـع اسـتحقاقات المطـاليب، واسـتقراء خطـر الإفـلاس. فقـد تم إدخـال مفـاهيم جديـدة، منـها المنظـور العمليـاتي، الـذي يركـز علـى دراسـة ارتبـاط عنـاصر الميزانيـة بأنشـطة الشـركة المختلفـة

ويركز بالتالي، على إدارة الاستثمار والتشغيل. وهناك أيضا، المنظور الشمولي، الذي يفضل وجود انسجام بين قرارات الحصول على موارد مالية إضافية، مع القرارت المتعلقة بطرق توظيفها، أو استخدامها. وبناء عليه، يقوم هذا المنظور بمقارنة تكلفة مصادر التمويل الجديدة، مع مردودية استخداماتها. وكما سنرى لاحقا، يصطدم حساب تكلفة التمويل ومردودية الأصول بالكثير من الصعوبات، التي تجعل من نتائج هذا المنظور، مؤشرات تقريبية، أكثر منها فعلية وموثوقة.

تعتمد دراسة الميزانية، على مفهومي القدرة على الوفاء بالالتزامات، وعلى السيولة. وفيما يلي، نتعرض لهذين المفهومين.

## القدرة على الوفاء بالالتزامات Solvabilité

يعتمد مفهوم قدرة الشركة على الوفاء بالتزاماتها، على قدرة الشركة على مواجهة مختلف المدفوعات الناجمة عن التزامات سابقة (تسديد ديون)، وعن نشاط جار، (رواتب وتأمينات..) وعن الاقتطاعات الضريبية وغيرها. وتعتبر هذه القدرة من أهم شروط التوازن المالي، الذي يستلزم عملية ضبط ومراقبة مستمرة لمختلف تحولاته. فالإخلال بتسديد الالتزامات، يهدد بإيقاف فعالية الشركة. وينظر البعض إلى مفهوم قدرة الشركة على الوفاء بالتزاماتها، على أنه يفترض وضعها قيد التصفية، أي إيقاف التشغيل، وبيع الموجودات. وتفقد الشركة هذه القدرة، عند تجاوز قيمة ديونها، قيمة موجوداتها. في فترات الأزمات أو الكساد، غالبا ما تكون قيمة تصفية الموجودات، أقل من قيمتها المحاسبية، خصوصا بعد إضافة الخسائر الاستثنائية، نتيجة وضع الموجودات تحت الحجز والتصفية (فضلا عن نفقات التصفية ذاتها). ولكن هذا الافتراض غير واقعي (وقد لا يحدث إلا في الحالات القصوى) خصوصا بالنسبة للشركات الواعدة، وذات الفعاليات

المستمرة. وهذا ما أدى إلى البحث عن مفهومٍ آخر أكثر موضوعيةً، فكان المبرر لاستخدام مفهوم السيولة.

## السيولة Liquidité

تبعاً للقصور الذي أشرنا إليه أعلاه، في مفهوم القدرة على الوفاء بالالتزامات، تم البحث عن معايير أخرى من قبل المولين، وخصوصاً المصارف. فأشار البعض إلى ضرورة تمويل كل نوع من الموجودات، بمصدر تمويلٍ من نفس الطبيعة (يجب تسديد مصدر التمويل، بعد فترة تكافئ عمر الأصل الذي تم تمويله). بمعنى آخر، يُمنع تمويل الموجودات طويلة الأجل، بموارد مالية قصيرة الأجل. وهذا ما دفع للتمييز بين المفاهيم الآتية:

- سيولة أصل ما Liquidité d'un actif: وسنميز هنا، بين سيولة أصل مالي، وسيولة أصل غير مالي. نظرياً، نقول عن أصل مالي أنه سائل، إذا كان تحويله إلى وحداتٍ نقديةٍ ممكناً فوراً، ودون ضياع في القيمة. وتعتمد سيولة الأصول المالية على وجود سوق ثانوية، تسمح بتبادل هذا النوع من الأصول. بينما نقول عن أصلٍ غير ماليٍّ أن سيولته كبيرة أو صغيرة حسب سرعة تحويله إلى نقود أثناء سير فعالية العمل الطبيعية، في الشركة.

- **استحقاق المطاليب Exigiblité du passif**: يعتمد هذا الاستحقاق على موعد تسديد كل دين بغض النظر عن طبيعة وأصل هذا الدين، (فمثلاً، إذا أصبحت الديون الطويلة الأمد مستحقة خلال فترة أقل من سنة، تُعتبر قصيرة الأمد). ونميز بين الأموال الخاصة (غير المستحقة إلا في حال التصفية)، والديون طويلة الأمد (أكثر من سنة)، وقصيرة الأمد (أقل من سنة).

- **سيولة ميزانية Liquidité d'un bilan**: تقوم هذه السيولة على ترتيب الميزانية، بحيث نعرف إذا ما كانت سيولة ممتلكات الشركة الحالية، تسمح بالوفاء بالتزاماتها بشكل طبيعي. فإن لم تتمكن فلها حلان: إما بيع الموجودات استثنائياً من أجل التسديد، أو عقد التزامات جديدة، مما قد يُقحم الشركة في **حلقة الهروب إلى الأمام**. وتتشكل هذه الحلقة عندما تترتب التزامات جديدة على الشركة بحيث لا تستطيع تسديدها إلا من أرباح عمليات مستقبلية لم تتم بعد. ومع ذلك يجب التنبيه إلى أن خلق أي شركة، في البداية يقوم على هذا المبدأ، ولكن يجب عدم اعتباره قاعدةً أثناء التشغيل الطبيعي للشركة. ونميز بين السيولة بمفهومها المطلق والسيولة النسبية التي تهمنا هنا حسب مستقرها، (ما ستؤول إليه فعلاً). أي، لا يهمنا وجود سوق ثانوية، تسمح "بتسييل" أصلٍ ما وإنما نهتم بسيولته الناجمة عن حلقة التشغيل الخاصة بالشركة. فلنأخذ حالة الذهب في محلات الصاغة مثلاً. ففي هذه الحالة، كل الذهب يمكن بيعه عاجلاً أم آجلاً، أي أنه سائل بالمفهوم المطلق. ولكننا نُعرِّف سيولة مخزون الذهب لأحد المحلات، عن طريق الفترة الفاصلة بين لحظة الاستلام ولحظة البيع.

ويندر وجود شركات لم تتعرض لمشاكل في الخزينة، تضعها في مواقف محرجة أمام دائنيها. **ولكن عندما تكون هذه المواقف استثنائية أو عارضة، لا تتأثر ملاءة الشركة.** أما عند تكررها بشكل دوري فقد يؤدي ذلك إلى:

1- تأثر سمعتها واتهامها بعدم الجدية.

2- تغيير شروط الموردين، بشكل يلغي الشروط الميسرة السابقة.

3- زيادة فوائد الديون المصرفية وتخفيض القروض المتوسطة، والطويلة الأمد.

4- قد تضطر الشركة لإعادة هيكلتها، وقد يجعلها تحت الرقابة الخارجية، (من قبل الدولة، أو من قبل من يتقدم لمساعدتها) فتفقد هامش حريتها.

5- في حال استمرار الصعاب، قد تفلس الشركة وتتم تصفيتها وتختفي من السوق.

وتختلف شروط التوازن المالي من شركة لأخرى، حسب نوع الشركة وعلاقاتها مع الأطراف الخارجية، وحسب ضخامة الشركة وخياراتها الاستراتيجية. فضلاً عن ذلك، فبقدر ما تكون الشركة متخصصة بقدر ما يستطيع التحليل المالي الساكن استقراء توجهاتها وطبيعة عملها، وبالتالي تقدير توازنها المالي. ولكن عند تنوع نشاطاتها تصبح الميزانية عبارة عن أرصدة ناجمة عن فعاليات مختلفة مجمعة في حسابات هجينة غير متجانسة، يصعب التعامل معها بسهولة أو يتطلب الأمر خبرة ودراية أكثر مما هو الحال في حالة الشركات وحيدة النشاط. وجدير بالذكر، أنه بينما يصعب على التحليل الساكن أن يعكس بدقة آثار العمليات القصيرة الأمد على الميزانية، إلا أنه يُساعد في إظهار مختلف العمليات ذات الأثر الدائم، والمتعلقة بالهيكلية المالية المستقرة على الأمد الطويل.

**وبناءً على ما سبق، نستطيع تعريف سيولة ميزانية كما يلي: نقول عن ميزانية أنها سائلة، إذا كان دوران الأصول (أي تسييلها التدريجي خلال**

**حلقة التشغيل)، أسرع من دوران الديون، أي يتم تحويل الأصول إلى نقود، قبل موعد تسديد الديون.**

إلا أن الانتقاد المستمر للمعلومات المحاسبية "المشوهة"، (بسبب قوننتها وضرورة التزامها بالضوابط القانونية)[1] دفع باتجاه إعادة بناء الميزانية، بالطريقة التي تجعلها أكثر قربا من الحقيقة الاقتصادية للشركة، (وصولا إلى ما ندعوه بالميزانية المالية). فكما نعلم، تعتمد الشركة في جردها، على القيم الدفترية أو التاريخية للموجودات والمطاليب[2] محترمة في ذلك قواعد النظام المحاسبي المعمول به. وبشكل عام، تختلف القيم التاريخية جذريا عن القيم السوقية. وقد أدى كل ذلك إلى التوجه نحو دراسة الميزانية، من المنظور المالي.

## الميزانية المالية Bilan financier

تهتم هذه الميزانية بفاعلية وأداء الشركة، أكثر من اهتمامها بالاحترام الدقيق، لقانونية تسجيل مختلف حساباتها. وتسعى لتقدير <u>الوضع الصافي</u>، (actif ou situation nette)، الذي يعبر عن الأصول الصافية، التي تملكها الشركة فعليا. وتفترض هذه الميزانية ضمنا، عملية تسديد ديون الشركة، وتحاول معرفة ما يتبقى من ثروة لمالكيها. لا يتم التركيز في هذا النوع من الميزانيات على الخزينة، وإنما على القيمة الحقيقية الصافية للموجودات التي تملكها الشركة فعلا، بغض النظر عن مساهمة الأطراف الخارجية. ويلجأ عادة إلى استخدام هذا النوع من الميزانيات، كل من المساهمين، (لمعرفة قيمة أصول، وخصوم الشركة الحقيقية) والمقرضين، الراغبين بتقدير حجم الخطر الذي قد يتعرضون له. ويعتبر حجم الموجودات الصافية، بمثابة ضمانة في حال إفلاس الشركة، وتصفيتها.

---

[1] احتراما لمتطلبات المساهمين والدولة والدائنين والنقابات...

2 نستثني بعض الحالات مثل إعادة التقييم بقيم السوق.

| الميزانية المالية | |
|---|---|
| جرد موجودات الشركة | الوضع الصافي |
| | جرد التزامات الشركة |

تهدف الميزانية المالية لتقديم مجموعة من المعلومات، تختلف حسب الجهة الدارسة أو المهتمة بتحضيرها، (المساهمين، والمقرضين، ومصلحة الضرائب، الخ). وسنرى بعد قليل، أن طريقة التحضير تعتمد على أهداف الطرف المهتم بهذه الميزانية، والذي يرغب بإجراء تشخيص أو تحليل مالي معمق، لحالة الشركة الحقيقية. وتحاول هذه الميزانية أن تقدم معلومات لمعرفة حقيقة وضع الشركة المالي والاقتصادي وحقيقة ثروتها.

**تقع مسؤولية اختيار المعلومات الواجب استخدامها على عاتق المحلل المالي، فيقوم بمعالجتها حسب الأهداف التي يسعى إليها.** وهناك الكثير من طرق الاختيار والمعالجة للمعلومات المحاسبية، ولا يوجد ضوابط عامة مؤكدة، حول تطبيقها. لذلك فإننا سنعرض بعض الأفكار الرئيسية المساعدة في الانتقال من الميزانية المحاسبية إلى الميزانية المالية، ونترك للقارئ بعد تفهمها، مهمة أقلمة هذه الأساليب مع ما يتوافق وأهدافه.

وتفترض عملية الانتقال من الميزانية المحاسبية إلى الميزانية المالية، مجموعة من الإجراءات تتناسب ومنظور السيولة، وتهمل العناصر "الوهمية" في الميزانية. وفيما يلي نشرح أهم هذه الإجراءات:

## معالجة القيم المعدومة

نسمي قيما معدومة مجموعة الأصول التي تعبر عن استخدامات (أو نقصان موارد) كامنة أو تحققت فعليا. وتتميز هذه القيم بأنها تؤثر (أو قد تؤثر) على النتيجة، أو الموجودات الصافية. وتنقسم هذه الأصول إلى الأنواع التالية:

- المؤثرة على النتيجة (نفقات التأسيس[3]).
- ذات التأثير المؤجل (علاوة التسديد).
- المؤدية إلى خسارة كامنة (فروقات القطع).

تشكل هذه العناصر (ضمن مفهوم السيولة الذي شرحناه أعلاه)، أصولا وهمية غير سائلة، تم خلقها لحاجات محاسبية، فهي لن تؤدي إلى إنفاق مستقبلي فعلي في رؤوس الأموال. وهذا ما يدفع بالميزانية المالية إلى إهمالها، وعدم إدراجها ضمن حساباتها. وعند إزالتها من الأصول، يتم تخفيض المطاليب بنفس القيمة.

**مثال:**

| الميزانية المحاسبية | |
|---|---|
| الموجودات * | الوضع الصافي |
| 1 000 000 | 400 000 |
| | الديون |
| | 600 000 |

⟸

| الميزانية المالية | |
|---|---|
| الموجودات | الوضع الصافي |
| 950 000 | 350 000 |
| | الديون |
| | 600 000 |

* حيث 50 000 منها تعتبر موجودات وهمية

---

[3] تشمل نفقات التأسيس الأولية ونفقات زيادة رأس المال، ونفقات مختلفة متعلقة بعمليات الدمج أو الانفصال، بين الشركات.

## نفقات التأسيس والبحث والتطوير

تعتبر نفقات التأسيس والبحث والتطوير، وتكاليف زيادة رأس المال، من الناحية النظرية، بمثابة نفقات واجبة التسجيل في حساب النتائج. إلا أن وضعها في الميزانية ليس سوى حلٍ محاسبي، يمنع قصر تأثيرها على السنة المعنية بالنفقات، ويسمح باهتلاكها على السنوات التي يفترض أنها استفادت منها. ولكن كما نعلم إن هذه النفقات وهمية ولا يمكن بأي شكل اعتبارها أصولاً سائلةً. لذلك ينصح المحللون الماليون بطرح مجمل النفقات الوهمية من الأصول وطرح مبلغ مكافئ لها من الأموال الخاصة، (لأنها قد استهلكت ما يساويها من هذه الأموال عند إنفاقها، وتركت في الميزانية للتأثير على نتائج السنوات القادمة).

## علاوات التسديد

سنتعرض لاحقاً بتفصيل أكبر، (عند شرح السندات) لمفهوم علاوات التسديد والإصدار، (الناتجة عن الفرق بين قيمة التسديد والقيمة الوجهية، وبين قيمة الإصدار والقيمة الوجهية). وهي لا تمثل في حقيقتها نفقات مدفوعة، ولكنها تظهر من خلال المعالجة المحاسبية، وتتغير بنتيجتها تكلفة السند. وتفيد الاهتلاكات المطبقة على هذه العلاوات، في زيادة النفقات المالية (بشكل تخيلي)، مما يخفف من مطرح الضريبة. وبما أن هذه الحسابات المسجلة في أصول الشركة غير حقيقية (تندرج ضمن القيم المعدومة، لعدم سيولتها) يجب إنقاصها من مجموع الأصول، وتُخَفَّض نفس قيمتها من مجموع الأموال الخاصة.

## فروقات القطع

نعني هنا بفروقات القطع انخفاض أو زيادة قيمة حسابات الشركة (بالعملة الصعبة)، والتي تنجم عن تقلبات أسعار القطع، بين تاريخ تسجيلها المحاسبي، وتاريخ تحضير الميزانية. فزيادة قيمة العملة الأجنبية، يعني زيادة الديون أما انخفاضها، فيؤدي إلى انخفاض قروض، أو موجودات الشركة المالية المتعلقة بهذه العملة. وبحسب هذه التقلبات تتغير قيمة الوضع الصافي للشركة. إلا أن هذا التغير يبقى افتراضياً طالما لم تسدد الديون، أو تُقبَض القروض فعلياً. وبما أن هذه القيم تخيلية، فيجب أيضاً، حذفها من الأصول وحذف ما يقابلها من الأموال الخاصة.

**مثال**: في عام 1994، أخذت شركة قرضاً بقيمة 100000 $، يسدد دفعة واحدة في عام 1997. ويبين الجدول التالي أسعار القطع في نهاية كل عام.

| | عند الاقتراض في عام 1994 | نهاية 1994 | نهاية 1995 | نهاية 1996 | عند التسديد 1997 |
|---|---|---|---|---|---|
| سعر القطع | 50 | 51 | 54 | 45 | 48 |

وتظهر في الجدول التالي، مختلف التغيرات في الحسابات المعنية في نهاية وبداية كل عام (لكل حساب عمودين: مدين ودائن).

| | | المبالغ بالآلاف | قرض | | مصرف | | فرق موجودات | | مؤونة خطر | | فرق خصوم | | أعباء مؤونة خطر مالي | | استعادة مؤونة | | ربح قطع | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | عند الاقتراض | | | 5000 | 5000 | | | | | | | | | | | | | |
| نهاية | 1994 | خسارة قطع | | 100 | | | 100 | | | | | | | | | | | |
| | | مؤونة خطر | | | | | | | | 100 | | | 100 | | | | | |
| بداية | 1995 | إعادة تسوية خسارة قطع | 100 | | | | | 100 | | | | | | | | | | |
| نهاية | | خسارة قطع | | 400 | | | 400 | | | | | | | | | | | |
| | | مؤونة خطر إضافية | | | | | | | | 300 | | | 300 | | | | | |
| بداية | 1996 | إعادة تسوية خسارة قطع | 400 | | | | | 400 | | | | | | | | | | |
| نهاية | | ربح قطع | 500 | | | | | | | | | 500 | | | | | | |
| | | استرجاع مؤونة | | | | | | | 400 | | | | | | | 400 | | |
| بداية | 1997 | إعادة تسوية ربح قطع | | 500 | | | | | | | 500 | | | | | | | |
| | عند التسديد | | 5000 | | | 4800 | | | | | | | | | | | | 200 |
| | | | 6000 | 6000 | 5000 | 4800 | 500 | 500 | 400 | 400 | 500 | 500 | | | | | | |

نلاحظ أن خسائر أو أرباح القطع، عبارة عن تدفقات وهمية توضع كفروقات قطع في الميزانية (أصول أو خصوم حسب كونها خسارة أو ربح)، تتم تسويتها في بداية كل سنة لاحقة. ولا تظهر بشكل حقيقي وفعلي، إلا عند التسديد النهائي وبالتالي حسب سعر القطع، في لحظة التسديد الفعلي.

## معالجة خصم أوراق القبض غير المستحقة

عندما تخصم إحدى الشركات أوراق قبض لدى مصرفها، تزيد السيولة في خزينتها بالمبلغ الذي قبضته. وبعد الخصم تخرج هذه الأوراق، من الناحية القانونية من موجودات الشركة (مع أن الشركة تستمر بتحمل خطر عدم تسديد المدين لقيمة هذه الأوراق). وهذا ما يدفع بالميزانية المحاسبية، لوضع أوراق القبض المخصومة غير المستحقة، ضمن حسابات ملحقة بالميزانية. إلا أن الميزانية المالية لها وجهة نظر أخرى فهي ترى في أوراق الدفع المخصومة غير المستحقة قرضا من المصرف حصلت عليه الشركة فعلا مع أن القانون يسمح بعدم اعتباره قرضا. كما أن الميزانية المالية تعتبر ذمم الزبائن تجاه الشركة، جميع الديون المترتبة عليهم سواء كان تمويلها من قبل الشركة، (ديون عادية) أو من قبل المصرف (في حال اللجوء إلى الخصم). لذا فإن هذه الميزانية، تتهم الميزانية المحاسبية، (رغم توافقها مع وجهة النظر القانونية) بأنها تخفض قيمة كلا الحسابين:حساب ديون الشركة المصرفية وحساب زبائنها. وهذا الأمر يقود الميزانية المالية، إلى إضافة أوراق القبض المخصومة غير المستحقة، إلى <u>ديون الزبائن في الأصول</u>، وتضيف <u>نفس المبلغ إلى الديون المصرفية في المطاليب</u>.

<u>**مثال**</u>: بفرض أن أوراق القبض المخصومة غير المستحقة، (أ.ق.م.غ.م) الموضوعة خارج الميزانية المحاسبية 60، عندئذ نجد:

| تتضمن الميزانية المحاسبية | |
|---|---|
| زبائن<br>200 | ديون مصرفية<br>410 |
| مجموع الأصول<br>1050 | مجموع المطاليب<br>1050 |

| الميزانية المالية | |
|---|---|
| زبائن بقيمة 200<br>(أ.ق.م.غ.م) 60 | ديون مصرفية 410<br>(أ.ق.م.غ.م) 60 |
| مجموع الأصول<br>1110 | مجموع المطاليب<br>1110 |

## معالجة الموجودات الممولة بالاستئجار Leasing–Crédit bail

بما أن الشركة لا تملك من الناحية القانونية، الموجودات الممولة بالاستئجار، فإن الميزانية المحاسبية ترفض إدراجها ضمن موجودات الشركة. أما الميزانية المالية، فلها وجهة نظر مختلفة فمن جهة عند التقييم المالي للشركة، تندرج هذه الموجودات ضمن عناصر الإنتاج في الشركة، لأنها تشارك فعلاً فيه. ومن جهةٍ أخرى لا تملك هذه الموجودات أية سيولة. من هذا المنطلق، سيعتمد شكل معالجتها على المنظور التحليلي للمسؤول عن التشخيص، أو التحليل المالي. فإذا رجّح المحلل منظور تصفية الشركة، وبالتالي سيولتها حافظ على الميزانية المحاسبية، التي لم تأخذ هذه الموجودات بعين الاعتبار. أما إذا انصب اهتمامه على المنظور التشغيلي في الشركة، واهتم بالعناصر المشاركة في دورة حياة الشركة الطويلة الأمد (تمويل–استثمار–تخامد)، توجب عليه إعادة هيكلة الميزانية المحاسبية. ويمكن تحقيق هذه الهيكلة بطرق عديدة منها:

- تقييم الموجودات المعنية، بقيمتها الإجمالية الأولية، ويوضع بالمقابل (في المطاليب)، مجموع الاهتلاكات المستحقة حتى تاريخ التقييم، بالإضافة إلى الباقي، الذي نعتبره قروضا ضمنية للشركة.

**مثال:** بفرض أن قيمة الموجودات الممولة بالاستئجار 000 000 1 عمرها خمس سنوات اهتلاكها خطي. والمطلوب إعادة الهيكلة، (أي تحضير الميزانية المالية) بعد سنتين:

| الأصول | المطاليب |
|---|---|
| القيمة الإجمالية الأولية للموجودات الممولة بالاستئجار 1 000 000 | مجموع الاهتلاكات الضمنية 400 000 |
| | القروض الضمنية 600 000 |

- تقيم الموجودات المعنية بقيمتها المحاسبية الضمنية الصافية، ويوضع بالمقابل (في المطاليب) مجموع القروض المكافئة لهذه القيمة.

**مثال**: بأخذ معطيات المثال السابق نجد:

| الأصول | المطاليب |
|---|---|
| القيمة المحاسبية الضمنية الصافية للموجودات الممولة بالاستئجار<br>600 000 | القروض الضمنية<br>600 000 |

- تحاول الطريقة الأخيرة رسملة التدفقات التي ستدفعها الشركة مستقبلاً، لمن مولها بالاستئجار. وتفترض أن قيمة الموجودات المعنية، تساوي نسبة (70٪ للثابتة، أو 75٪ لغير الثابتة مثلاً)، من مجموع الرسملة الناتج. وبرغم نتائجها المقبولة تجريبياً هناك تحفُّظ على هذه الطريقة نظراً لصعوبة تقييم النسب المذكورة. لذا يتم غالباً اللجوء إلى الطريقتين السابقتين.

بالإضافة إلى ما سبق، تفترض عملية الانتقال من الميزانية المحاسبية إلى الميزانية المالية تصحيحاً وإعادة تقييمٍ لبعض الحسابات. فكما نعلم، وبالرغم من بعض العمليات، مثل الاهتلاكات والمؤونات وإعادة التقييم، يوجد تباين دائم بين القيم السوقية والقيم المحاسبية. وهنا نذكِّر ببعض الملاحظات، التي تظهر عدم كفاية هذه العمليات:

1– يفترض الاهتلاك مبدأ انخفاض الأصول الدائمة فيزيائياً أو اعتبارياً، ويُحسب على أساس القيمة الأصلية، وباستخدام معاملات ثابتة. وبحسب تضخيم أو تخفيض قيمة الاهتلاك، تصبح القيم الصافية للموجودات مُخفَّضة أو مُغالى في تقييمها، مقارنة مع قيمها السوقية.

2- تعتمد المؤونات على فكرة استباق الزمن، وتأخذ بعين الاعتبار الانخفاض النسبي في قيم الأصول المعنية. إلا أن المؤونات تتسم بكونها مؤقتة، وغالبا ما تغالي في تقييم الانخفاض النسبي المذكور، نظرا لبحثها عن أكبر وفر ضريبي حالي.

3- تسمح المحاسبة، بأخذ التضخم بعين الاعتبار عن طريق السماح بإعادة تقييم الموجودات. وهنا نميز بين إعادة التقييم المعممة من قبل الدولة، (كما حدث في فرنسا في الأعوام 1944، 1959، 1977، 1978)، والتي تشمل كل الحسابات وكل الشركات. ولكن ضمن معاملات قياسية محددة مسبقا[4]؛ وبين إعادة التقييم الجزئية التي تمس بعض الحسابات في بعض الشركات والتي قد تؤدي إلى ضرائب إضافية على فرق التقييم بين السابق (المحاسبي)، والجديد (السوقي). وغالبا ما تمتنع الشركات عن إعادة تقييم موجوداتها (تلك العملية الضرورية، لمطابقة الأرقام المحاسبية مع الواقع الاقتصادي الحقيقي)، بسبب خضوعها لهذه الضرائب.

لا يوجد نهج عام قياسي محدد سلفا، يتوجب على المحلل المالي اتباعه. ولكن يهتم المحلل عموما، بقيمة استبدال أصل ما بقيمته السوقية، إن كان الهدف تصفية الشركة؛ أو بقيمته الاستعمالية إن رغب بالبحث ضمن منظور تشغيلي. ومهما يكن، فإن انخفاض أو زيادة قيمة أصل ما (بنتيجة الدراسة الأولية للتحليل المالي) يجب أن تتبع بما يكافئها في الأموال المطاليب، (أموال خاصة، ديون ضريبية، الخ).

وباختصار، تعتبر الميزانية المالية ضرورية من أجل تقييم أحوال الشركة من وجهة النظر المالية، ويتطلب تحضيرها، كما ذكرنا، إجراء بعض التعديلات على بنية الميزانية المقدمة مثل توزيع الأرباح، وإعادة تشكيل الديون، وتنظيم المؤونات،

[4] قد تأخذ بعين الاعتبار مؤشر التضخم العام دون التمييز بين السلع أو بين القطاعات.

وحسابات التسوية... ونلخص العمليات الرئيسية للمرور من الميزانية المحاسبية إلى المالية، بالجدول التالي، المشتق من كتاب التحليل المالي لإيلي كوهن، (صفحة 133).

| الحسابات المعنية | التعديلات المقترحة |
|---|---|
| **معالجة القيم المعدومة** | |
| نفقات التأسيس<br>حسابات تسوية الأصول (تكوين مؤونات مبالغ بها)<br>علاوات التسديد | تحذف من الأصول،<br>وبالمقابل تخفض نفس القيم من رؤوس الأموال الخاصة |
| **معالجة الأصول والخصوم المهملة من قبل المحاسبة** | |
| أوراق قبض مخصومة غير مستحقة | تضاف للزبائن في الأصول،<br>وبالمقابل تضاف للديون المصرفية في المطاليب |
| التمويل بالاستئجار | تضاف للموجودات الثابتة في الأصول،<br>وبالمقابل تضاف للديون المالية |
| **تصحيح تقييم بعض عناصر الميزانية** | |
| القيمة الإجمالية للموجودات الثابتة والمخزون | تصحيح القيم وبالمقابل التصحيح في المطاليب، لتغير الوضع الصافي، والدين الضريبي الكامن |
| الاهتلاكات | |
| المؤونات | |
| **إعادة الهيكلة** | |
| موجودات ثابتة لأقل من سنة | توضع في الموجودات الدوارة |
| موجودات تشغيل ولكن لأكثر من سنة | توضع ضمن الموجودات الثابتة |
| حصص للتوزيع، وعناصر مطاليب أخرى قصيرة الأمد | توضع في الديون حسب تاريخ استحقاقها |

بعد إعادة تنظيم الجداول المحاسبية، ينتج لدينا جداول أخرى، مختلفة من حيث الحجم والدلالة، عن جداول المحاسبة. وتأخذ الميزانية بعد الترتيب الجديد الشكل العام الآتي:

| الموجودات | الخصوم |
|---|---|
| ***موجودات ثابتة***[5] | ***رؤوس أموال دائمة*** |
| • موجودات ثابتة مجردة[6] | • رؤوس أموال خاصة[7] |
| • موجودات ثابتة مادية | • ديون مالية طويلة ومتوسطة الأجل |
| • موجودات ثابتة مالية | |
| ***موجودات دوارة*** | ***خصوم دوارة*** |
| • موجودات دوارة ناجمة عن التشغيل | • ديون ناجمة عن التشغيل |
| • موجودات دوارة من خارج التشغيل | • ديون غير متعلقة بالتشغيل[8] |
| • موجودات دوارة مالية[9] | • ديون مالية قصيرة الأجل[10] |

ونعتبر كل ما سبق، جزءا من الأسباب التي تبرر إعادة النظر في الميزانية المالية، في مختلف الحسابات، بحيث تصبح منسجمة من الناحية المالية، مع حقيقة وضع الشركة.

---

5 صافية من الاهتلاك.

[6] براءات الاختراع والامتيازات والشهرة التجارية ....

[7] رؤوس الأموال المحقونة نقودا أو بشكل مساهمات بالموجودات، فروقات إعادة تقييم الموجودات، احتياطات...

[8] مثل الديون الضريبية (ضرائب الأرباح الواجب دفعها) وحصص للتوزيع والدين العام..الخ

[9] قيم توظيفات مالية قصيرة الأمد، حسابات مصرفية وصندوق.

[10] ديون مصرفية قصيرة الأمد، مكشوف، وديون مخصومة غير مستحقة بعد.

**<u>مثال</u>: تقدم إحدى الشركات أرقام الميزانيتين الآتيتين:**

| موجودات | n-1 | n إجمالي | اهتلاك ومؤونات محسومة | صافي | مطاليب | n-1 | n |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| **موجودات ثابتة** | **1 498.57** | **3 094.41** | **331.72** | **2 762.69** | رأس مال | 433.29 | 433.29 |
| موجودات ثابتة مجردة | 275.38 | 277.45 | 2.09 | 275.36 | إعادة تقييم موجودات | 388.88 | 388.88 |
| موجودات ثابتة مادية | 189.82 | 932.37 | 317.71 | 614.66 | احتياطات قانونية | 31.10 | 31.10 |
| موجودات ثابتة مالية (1) | 1 033.37 | 1 884.59 | 11.92 | 1 872.67 | احتياطات أخرى | 1 240.88 | 1 550.07 |
| | | | | | منقول من قبله | 30.00 | 30.00 |
| **موجودات دوارة** | **4 501.16** | **3 927.07** | **40.16** | **3 886.91** | ربح | 475.19 | 422.36 |
| مخزون | 865.81 | 1 400.17 | 17.90 | 1 382.27 | مؤونات نظامية | 106.86 | 96.75 |
| زبائن | 381.54 | 669.93 | 22.26 | 647.67 | ديون مصرفية ط.أ | 594.21 | 1 076.87 |
| نفقات مدفوعة مقدما (2) | 145.39 | 186.00 | - | 186.00 | ديون مالية ط.أ | 1 259.15 | 1 382.22 |
| توظيف أموال | 1 186.59 | 821.73 | - | 821.73 | موردين | 912.96 | 944.39 |
| متاح | 1 921.83 | 849.25 | - | 849.24 | ديون تجاه الدولة(ضرائب) | 328.41 | 123.66 |
| | | | | | ديون أخرى | 189.04 | 149.10 |
| | | | | | إيرادات مقبوضة مقدما (3) | 9.76 | 20.91 |
| **مجموع** | **5 999.73** | **7 021.48** | **371.88** | **6 649.60** | | **5 999.73** | **6 649.60** |

**<u>ملاحظـــــات:</u>**

| | n-1 | n |
|---|---|---|
| (1) منها لأقل من سنة | | **404.48** |
| (2) منها لأكثر من سنة | **145.39** | **186** |
| (3) منها لأكثر من سنة | **9.8** | **20.9** |

**وقد أظهرت ملحقات الميزانية ما يلي:**

| | n-1 | n |
|---|---|---|
| حصص موزعة | 166 | 198.97 |
| خصم أوراق غير مستحقة | 5 | 5 |

يطلب تحضير الميزانية المالية:

| | n-1 | n | | | | n-1 | n |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | | إجمالي | اهتلاك ومؤونات محسوبة | صافي | | | |
| **موجودات ثابتة** | **1 643.96** | **3 094.41** | **331.72** | **2 544.21** | أموال خاصة | 2 540.20 | 2 753.48 |
| موجودات ثابتة مجردة | 275.38 | 277.45 | 2.09 | 275.36 | ديون مصرفية طويلة أمد | 1 863.12 | 2 480.00 |
| موجودات ثابتة مادية | 189.82 | 932.37 | 317.71 | 614.66 | خصوم دوارة تشغيلية | 912.96 | 944.39 |
| موجودات ثابتة مالية | 1 033.37 | 1 884.59 | 11.92 | 1 468.19 | | | |
| موجودات ثابتة أخرى | 145.39 | - | - | 186.00 | | | |
| **موجودات دوارة** | **4 360.78** | **3 741.08** | **40.16** | **4 110.40** | | | |
| مخزون | 865.81 | 1 400.17 | 17.90 | 1 382.27 | | | |
| زبائن | 381.54 | 669.93 | 22.26 | 647.67 | | | |
| خصم أوراق غير مستحقة | 5.00 | - | - | 5.00 | خصوم دوارة غير تشغيلية | 683.45 | 471.73 |
| موجودات مالية | 3 108.43 | 1 670.98 | - | 2 075.46 | خصم أوراق غير مستحقة | 5.00 | 5.00 |
| **مجموع** | **6 004.73** | **6 835.49** | **371.88** | **6 654.60** | | **6 004.73** | **6 654.60** |

وسنعتمد على هذا المثـال، في تطبيقات عملية، على المفاهيم التي سترد بعد قليل.

ويرتكز التحليل المالي الساكن (بعكس الديناميكي، أو تحليل التدفقات، الذي سنراه لاحقا) على إعادة هيكلة الميزانية المحاسبية، وبلوغ الميزانية المالية، التي نستطيع الانطلاق منها باتجاه حساب مجاميع الميزانية الرئيسية، بطريقة موضوعية. ونبدأ التعرف على هذه المجاميع برأس المال العامل FR.

# رأس المال العامل Fonds de Roulement FR

يعتمد هذا المفهوم، على تحليل البنية الزمنية للميزانية، بحيث يقارن بين سيولة الأصول، واستحقاق المطاليب، وهو من أقدم المفاهيم المالية. وكان رجال الأعمال ينظرون إليه من حيث كونه، **مجموعة الأموال المتاحة، لضمان التشغيل أو دوران فعالية الشركة، أو استمرارية مدفوعاتها الجارية**. ولا يوجد تعريف قياسي وحيد لهذا المفهوم، ولكن نستطيع التمييز بين مفاهيمه الرئيسية الأربعة التالية:

## رأس المال العامل الإجمالي أو الكلي أو الاقتصادي

ويشمل بكل بساطة، جميع الأصول الدوارة، وتأتي أهميته من أصولها التاريخية، ولكنها غير مفيدة من الناحية العملية، حاليا.

## رأس المال العامل الصافي أو الدائم

وهو المفهوم الأكثر أهمية من الناحية التحليلية. ونعرفه كما يلي:

| أصول غير سائلة خلال سنة<br>IMN | مطاليب غير مستحقة خلال سنة<br>FP |
|---|---|
| رأس مال عامل صافي FR | |

رأس مال عامل صافي = مطاليب غير مستحقة خلال سنة – أصول غير سائلة خلال سنة

ونفسر رأس المال العامل الصافي من منظور أعلى الميزانية، بأنه ذلك الجزء من الأموال الدائمة، التي يمكن استخدامها في تمويل الأصول الدوارة.

وبما أن الميزانية متساوية الطرفين، نستطيع حساب هذا المقدار من أسفلها، أيضا، ونقول أنه فائض الأصول الدوارة على الديون القصيرة الأمد.

| أصول دوارة | رأس مال عامل صافي |
|---|---|
| | ديون قصيرة الأمد |

رأس مال عامل صافي = أصول دوارة – ديون قصيرة الأمد

وبناء على ما ذكر سابقا، نستطيع أن نكتب:

رأس المال العامل (FR) = رؤوس الأموال الدائمة (FP) – الموجودات الثابتة الصافية (IMN)

$$FR = FP - IMN$$

ونذكر أن هذا المفهوم الذي نوليه أهمية خاصة، يمكن أن نفسره بطريقتين مختلفتين. فهو يدلنا من منظور أعلى الميزانية، على طريقة تمويل الاستثمارات، أو الأصول الثابتة. ومن منظور أسفل الميزانية، نعتبره مؤشرا على التوازن المالي في الشركة. ففي حال تساوي الأصول الدوارة مع الديون القصيرة الأمد، نستنتج للوهلة الأولى، أن المقبوضات الناتجة عن تسييل الأصول الدوارة خلال السنة، ستكفي لتسديد الالتزامات المالية خلالها. ولكن يجب التنبيه، إلى أن هذا التوازن المالي قلق، وغير مستقر بتاتا. فكما نعلم إن موعد تسديد الديون معروف سلفا، بحسب العقد الذي تم إبرامه مع الجهة المقرضة. ولكن بالمقابل، يتميز الأصل الدوار بسيولته العشوائية (بسبب احتمال نقص المبيعات، وتلف المخزون...). ويطالب أصحاب الديون قصيرة الأمد، في ظل الطبيعة المتناقضة بين الأصول والمطاليب، بأن تحافظ الشركة على حجم أصول دوارة، أكبر من حجم الديون القصيرة الأمد. ومن هنا نشأت قاعدة المحافظة على رأس مال عامل[11] صاف موجب. إن هذه القاعدة، تعتبر هذا النوع من رأس المال، بمثابة هامش أمان يضمن حقوق المقرضين على الأمد القصير. وتختلف أهمية هذا الهامش، حسب قطاع عمل الشركة، وطبيعة أصولها الدوارة، (انظر لاحقا).

ونميز بين الـFR الناجم عن الميزانية المالية وبين ذلك الناتج عن الميزانية المحاسبية، والذي لا يميز مصادر التمويل (الديون) حسب تواريخ استحقاقها، وإنما يصنفها بحسب طبيعتها، كما وردت. ويتخذ المنظور المالي، المنطق القائل بضرورة تصنيف الموارد حسب استحقاقها، بغية ضمان السيولة والوفاء بالالتزامات. فهو يقوم بتحويل دين طويل الأجل إلى دين قصير الأجل، إن أصبحت فترة استحقاقه أقل من سنة.

[11] نظرا للأهمية التي نوليها لهذا النوع من الـFR سنقبل أن رأس مال عامل تعني (عند غياب إشارات إضافية) أن ما نقصده هو رأس مال عامل صاف.

## رأس المال العامل الخاص

الـFR الخاص هو نفس الـFR الصافي، مطروحا منه الديون الطويلة الأمد، ويعتبر بمثابة هامش الأمان الذي تم توفيره من خلال الأموال الخاصة حصرا، دون اللجوء للديون.

رأس المال العامل الخاص = رؤوس الأموال الخاصة – الموجودات الثابتة الصافية (IMN)

رأس المال العامل الخاص = رأس المال العامل – الديون المتوسطة والطويلة الأمد

## رأس المال العامل الأجنبي

ولهذا المفهوم أهمية تحليلية محدودة، إذ أنه يمثل بكل بساطة، مجموع الديون المتوسطة والطويلة الأمد.

رأس المال العامل الأجنبي = رأس المال العامل – رأس المال العامل الخاص = الديون المتوسطة والطويلة الأمد

لنحسب الـ FR في مثالنا السابق فنجد:

| | n-1 | n |
|---|---|---|
| FR | 2759.36 | 2689.27 |
| FR خاص | 896.24 | 209.27 |
| FR أجنبي | 1863.12 | 2480.00 |

ونستنتج، أنه بالرغم من انخفاضه، إلا أن الشركة تحتفظ بـFR كبير جدا، وغير مبرر، خصوصا بالمقارنة مع حجم المخزون. وقد يكون لتوظيف الأموال دور كبير في هذا المجال. ونلاحظ من خلال حساب رأس المال الخاص، أن أغلب رأس المال العامل ممول من قبل الديون. وسنرى لاحقا، طرق تحليل منسوب مختلف المجاميع المالية.

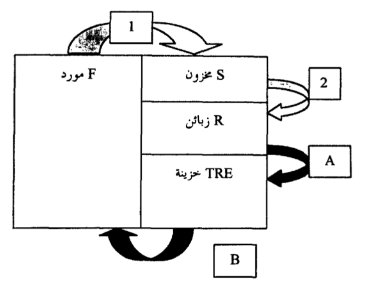
# الحاجة إلي رأس المال العامل BFR

ينجم عن اختلاف دورية العمل في الشركة، احتياجات تمويلية يصعب إرضاؤها بدورية الخصوم التشغيلية القصيرة الأمد. وتؤدي التباينات الناجمة عن الأصول والخصومات القصيرة الأمد، إما إلى فائض في (أو حاجة إلى) رأس مال عامل.
وتقسم هذه التباينات إلى نوعين:

⇐ **فيزيائي، متعلق بالتدفقات الحقيقية:** هناك تباين بين زمن الشراء، وزمن التحويل أثناء التصنيع، وزمن البيع بعد التصنيع. وكلما زادت مراحل التصنيع (القيمة المضافة) زادت حاجات التخزين، مما يزيد من الحاجة لتمويل أكبر.

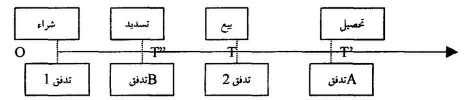
⇐ **مالي، متعلق بالتدفقات المالية:** و ينجم عن عدم التسديد نقدا لكل ما يباع أو يشترى. والفارق بين ما يوافق الموردون على تأجيل دفعه، وبين ما توافق الشركة للزبائن على تأجيل تسديده، يؤدي أيضا لظهور حاجات أو فوائض تمويلية.

يوجد فرق بين تدفقات التشغيل، والتدفقات النقدية الفعلية المترافقة معها، وذلك يشكل الحاجة لرأس المال العامل. ولشرح ذلك نأخذ مثالا، أسفل الميزانية لشركة تجارة بضائع، (لا يوجد استهلاك لمواد أولية في التصنيع، وإنما شراء مواد جاهزة، وإعادة بيعها).




تعني الخطوط الممتلئة تدفقات نقدية، وتعني الخطوط الفارغة تدفقات فيزيائية.

يوضح الشكل التالي إحدى إمكانيات توضع هذه التدفقات على محور الزمن.




ويخفف قبول الموردين بتأخير التسديد (OT'')، من أثر تأخر موعد البيع عن موعد الشراء (OT)، ومن أثر تأخر القبض عن تاريخ البيع (TT'). وبحسب موقع T'' يكون الـ BFR كبيرا أو صغيرا. في الحقيقة تخلق الفترتين OT (مخزون)، وTT' (ذمم زبائن)، حاجة لتمويل التشغيل في الشركة، (نسميها الحاجة لرأس المال العامل) وتخفف موافقة الموردين على تأخير التسديد، من ضخامة هذه الحاجة. يعبر الـ BFR عن التفاعل بين تدفقات التشغيل الفيزيائية والمالية.

ونستطيع أن نكتب، اعتبارا من أسفل الميزانية، أن الحاجة الإجمالية لرأس المال العامل BFRG تساوي:

**الحاجة الإجمالية لرأس المال العامل =**
**الأصول الدوارة (بدون موجودات دوارة مالية) – الخصوم الدوارة (بدون خصوم دوارة مالية)**

و نقسم الحاجة الإجمالية لرأس المال العامل، إلى حاجات التشغيل، وحاجات خارج التشغيل. وهذه الأخيرة، يفضل ألا تتجاوز عتبة معينة، وإلا حدث خلل في التوجه الأساسي لتشغيل الشركة.

وباختصار نستطيع أن نكتب:

الحاجة لرأس المال العامل التشغيلية = مخزون المواد الأولية التي لم تستهلك بعد
+ مخزون المواد نصف المصنعة، والمنتهية غير المباعة
+ ذمم الزبائن
– ديون الموردين.

لا تتعلق هذه الحاجة، بتقييم الموجودات الثابتة، أو بطريقة الاهتلاك المعتمدة، أو بالمؤونات على انخفاض قيمة الموجودات الثابتة، وإنما **تتأثر بطرق تقييم المخزون، وبحسابات تسوية الإيرادات والنفقات، وبالمؤونات على الأصول الدوارة.**

وفي حال كون BFR موجبا، نقول أن هناك حاجة لرأس المال العامل، وإن كان سالبا، نقول أن هناك انخفاض في الحاجة لرأس المال العامل (أو فائض في التشغيل الدوار). يشرح تغير هذه الحاجة، الخلاف الذي قد يحدث بين فائض التشغيل الإجمالي وفائض الخزينة، كما سنرى بعد قليل.

وبأخذ المثال السابق نجد أن:

BFR = -344.06 للسنة n-1 ويساوي 618.82 للسنة n حيث.

BFRE = 339.39 للسنة n-1 ويساوي 1090.55 للسنة n.

BFRHE = 683.45- للسنة n-1 ويساوي -471.73 للسنة n.

## الخزينة

يخطئ الكثيرون بين مفهوم الخزينة، والسيولة المتوفرة في المصرف والصندوق. ويمكن لمستوى الخزينة أن يكون سالبا أو موجبا، وهي تساوي:

$$TRE = FR - BFR$$

وتحسب من أسفل الميزانية أيضا. وسنتناول لاحقا، حساب تغيرات الخزينة، وطرق إدارتها، وأهمية تدفقاتها، في الإشراف على نشاط الشركة.

وبأخذ المثال السابق، نجد أن TRE = 3103.42 للسنة n-1 وتساوي 2070.45 للسنة n.

***انتبه***: *قد لا يعكس حساب الخزينة، (أو أية مجاميع مالية) في آخر السنة، حقيقة الوضع المالي للشركة، وخصوصا إذا كانت فصليتها غير متوافقة مع الجرد في آخر العام.*

***مثال***: *شركة مرطبات، أو تصنيع غذائي، قد تعتمد بشكل أساسي على فعالية الصيف. ومن جهة أخرى، قد تلجأ بعض الشركات إلى تأخير مدفوعاتها، لزيادة حسابات الخزينة، وتغيير رؤية تحليل الميزانية.*

**ونتساءل الآن عن ضرورة تجاوز حجم الـ FR للـ BFR ؟**

والجواب أن الأمر ليس صحيحا بالمطلق، وهناك حالات كثيرة، تثبت عدم صحة هذه القاعدة:

- FR > BFR : لا مشاكل سوى إمكانية حدوث فائض في الخزينة، غير موظف بشكل جيد.
- FR < BFR : وهي حالة كثير من الشركات الصناعية، حيث تمول الخزينة السالبة بقروض مصرفية قصيرة الأمد. وتتوقف البنوك عادة عن التمويل، إذا تجاوز الفرق بين FR وBFR نسبة 30٪ من BFR، لأن ذلك يشكل خطورة في إمكانية عدم التسديد.
- FR < 0 وBFR ممول بأكمله، بديون خزينية مصرفية قصيرة الأمد. قد تؤدي استمرارية هذا الوضع إلى خطر حقيقي، واحتمال إفلاس الشركة، مما يستلزم إعادة هيكلة جذرية لها.
- BFR < 0 (أي هناك فائض في الأموال التشغيلية) وFR > 0: هذه الحالة تؤدي إلى خزينة فائضة، نادرا ما يقبل مدير مالي بالمحافظة عليها.
- BFR << 0 (أي هناك فائض كبير في الأموال التشغيلية) وFR < 0: هذه حالة كثير من شركات التوزيع، وتنجم عن دوران كبير في المخزون، وعن تحصيل نقدي من الزبائن، وعن تسديد مؤجل للموردين. ويؤدي ذلك إلى خزينة مرتفعة جدا، غالبا ما تستخدم في الأسواق المالية القصيرة الأجل. وفي دول مثل فرنسا تمثل مثل هذه الشركات عملاء أساسيين في البورصة (انظر المثال ص165).

## مدى فاعلية الاعتماد على رأس المال العامل في التحليل المالي

ينتقد البعض مفهوم الـFR (رغم وضوح الهدف منه) ويتهمونه بالقصور، وبأنه لا يعبر فعليا عن ملاءة الشركة، وقدرتها على الاستمرار. فمن خلال الأفكار الواردة في الفقرات السابقة، يمكن التشكيك باستطاعة هذا المفهوم، تقدير قدرة الشركة على الوفاء بالتزاماتها. فكما ذكرنا، لا توجد علاقة واضحة بين هذه القدرة أو الصحة المالية للشركة، وبين إشارة أو حجم الـFR. وتدل الدراسات على قصور الـFR عندما يؤخذ لوحده في هذا المجال، كما تؤكد ضرورة اعتبار حجم الـBFR وكذلك درجة سيولة الأصول الدوارة، وسرعة استحقاق المطاليب الدوارة. وهناك تشكيك أيضا في إمكانية استخدام الـFR (عند معرفة حجمه وتطوره السابق) في القرارات المالية القصيرة، أو الطويلة الأمد. وسبب هذا التشكيك يعود إلى النقط الآتية:

1- يتم تمويل المطاليب للأصول كافة، ولا يجب قصر الرؤيا على جزء منها. وبالتالي، يجب الاهتمام بمقارنة معدل مردودية مجمل الأصول، مع معدل تكلفة مجمل المطاليب.

2- لا يمكن الاعتقاد بأن ترتيب الموارد حسب الآجال، أمر روتيني مقبول، دون التشكيك في حياديته. فهذا الترتيب يعتمد على آجال الموارد والاستخدامات، مثلما يتعلق بتركيبة معدلات الفائدة، حسب الآجال.

3- وهناك مبالغة في التأكيد على ترتيب الميزانية حسب الآجال، إذ لا تكفي حقيقة التجديد المستمر لبعض القروض القصيرة الأجل، لوضعها أوتوماتيكيا، في جزء الموارد الطويلة الأمد. كما أن تملك بعض الموجودات الثابتة واستخدامها، يمكن أن يتم تلبية لأهداف قصيرة الأمد، دون أن تتأثر فعالية الشركة التشغيلية بالأمر.

وتؤكد هذه الحجج، على قصور النظرة التقليدية، المطالبة بوضع موارد، مقابل استخدامات حسب الآجال، (تمويل الأصول الثابتة بموارد طويلة الأجل، والدوارة بقصيرة الأجل). كما أن التجديد الذي تم في عالم المالية، يؤكد على نزوع الشركات نحو تهجين الموارد، وعدم احترام القواعد التقليدية، عن طريق تحويل الآجال (Titrisation). فلقد انتهى عصر الاعتماد الكلي على الـFR في اتخاذ القرارات، إلا أن ذلك لا يمنع من أهميته في تقدير القدرة على الوفاء بالالتزامات، خاصةً عندما يتم استخدامه مع مؤشرات أخرى، ضمن الملاحظات التي نوهنا إليها أعلاه.

وإننا ننبه إلى أنه، بالرغم من الطبيعة الساكنة لحسابات الميزانية، والتي يمكن إرجاعها لأسبابٍ قانونية[12] تبقى دراسة الميزانية مهمة، وتتكامل مع علم المالية وما استجد فيه من مفاهيم. وتفيد الميزانية في:

1- تثبيت ملكية الشركة لموجودات ضرورية لاستمرار فعاليتها، ولتثبيت التزاماتها، مما يخلق قيداً مالياً، يُبرز التوافق بين القانوني والمالي.

2- تتوافق مفاهيم الميزانية، مع مفهوم التركيبة الأمثلية للبنية المالية، التي جاءت بها النظريات المالية الحديثة.

3- سمحت التجديدات في علم المالية، بإعادة هيكلة الميزانية، مما يقربها من الحقيقة الاقتصادية لبيئة الشركة.

4- وأخيراً، فإنه من المهم التنبيه إلى أن التحليل الساكن، يتعامل مع معطيات الماضي أو الحاضر (إن تم تحضير الميزانية بسرعة)، وهذا ما يعيق استعماله في استقراء المستقبل. ومع ذلك، تبقى مقارنة الميزانيات المتلاحقة، مفيدة في

[12] يمكن اعتبار الميزانية ترجمةً محاسبيةً لحقيقةٍ قانونية، ألا وهي الثروة (**Patrimoine**). وهذا ما يدفع البعض إلى اتهام الميزانية بأنها غير قادرة على ترجمة الحقيقة الاقتصادية للشركة وأنها تنغلق في إطار قانوني لمفهوم الثروة. فالميزانية تحاول تثبيت حقوق الملكية (حجم وتاريخ) وتترجم العقود بين الأطراف المعنية.

استقراء التوجهات العامة للشركة. بالإضافة إلى ذلك، يفيد التحليل الساكن، في بيان ملاءة الشركة ومتانة بنيتها المالية، مما يوفر مؤشرات على قدرة الشركة، على التأقلم المستقبلي مع الظروف.

وبعد أن عرفنا الميزانية ومجاميعها المالية المستخدمة في التحليل المالي "الساكن" في الشركة، ننتقل إلى دراسة التدفقات المالية، وما ينجم عنها من جداول ومجاميع مهمة للتحليل المالي "الديناميكي". فالتحليل الساكن يعكس القيم النهائية للأرصدة الناجمة عن العديد من التدفقات التي تمت خلال السنة، دون أن يعكس فعليا، ماهية هذه التدفقات. بينما يعتمد التحليل الديناميكي، على دراسة التدفقات. ولكن هذا التحليل، يميز بين **التدفقات التي تغير من قيم الأصول والمطاليب** (موارد واستخدامات) **وتلك التي تؤثر على النتيجة** (وبالتالي على الوضع الصافي: من حساب النتائج) وأخيرا، **تلك التي تنعكس بشكل مقبوضات، أو مدفوعات فعلية**. وهكذا، نستطيع التمييز بين التدفقات التالية:

## التدفقات المولدة للنتائج

تدرس هذه التدفقات التغيرات التي تحدث على الوضع الصافي، والتي تنتج عن عمليات التشغيل، وعن العمليات المالية والاستثنائية. وتعتمد دراستها على مختلف المجاميع الناتجة عن مصدر معلوماتها الأساسي، أي حساب النتائج، (الذي سنتناوله في الفصل القادم I.3). ويسمح هذا النوع من جداول التدفقات بتقييم أداء الشركات، الذي ينعكس على الوضع الصافي. ومن خلال هذه التدفقات، نستطيع حساب مختلف النتائج الاقتصادية، والمالية، والاستثنائية والصافية بالإضافة إلى المجاميع الوسيطة، مثل القيمة المضافة، وفائض التشغيل، والقدرة على التمويل الذاتي، وغيرها من المجاميع، التي سنتعرض لها لاحقا. ولكنها لا تأخذ بعين الاعتبار رؤوس الأموال الجديدة، التي تحسن من الوضع الصافي، ولا تظهر حقيقة تغيرات الخزينة النقدية.

## تدفقات الموارد والاستخدامات

تتناول هذه التدفقات، مختلف مصادر التمويل (مبالغها وكيفية الوصول إليها) التي تمكنت الشركة من الحصول عليها، بالإضافة لتناولها مختلف الاستخدامات، التي تم توظيف المصادر الجديدة من أجلها. ويعتمد تحضيرها على الميزانيات المتتابعة، بالإضافة للمصادر والملحقات الأخرى خارج الميزانية، مثل جداول تسديد الديون، والتخلي عن الموجودات، وغيرها. وتعتبر هذه التدفقات موارداً أية زيادة في المطاليب، وأي نقصان في الأصول. وتعتبر زيادة الأصول وانخفاض المطاليب، بمثابة استخدامات. ومن خلالها، يتم التعرف على التدفقات المالية، بالإضافة للتغيرات التي تحدث على الـFR وعلى الـBFR وعلى الخزينة. فنستطيع بذلك التعرف على التغيرات التي حدثت في تركيبة الميزانية، وبالتالي نستشف التبدلات التي تمت على قدرة الشركة على الوفاء بالتزاماتها، أو على استقلالية قرارها. كما تسمح جداول التمويل، بالربط بين تحليل نتائج الشركة، وتحليل الموارد والاستخدامات (الفصلII.3). بيد أنها تهمل جانب التدفقات النقدية الفعلية، (تدفقات الخزينة)، التي تمت في الشركة.

## تدفقات الخزينة

تتعرض هذه التدفقات لدراسة تغيرات الخزينة، من مقبوضات ومدفوعات نقدية. وتعتمد على تحليل حساب النقدية من جهة، ومختلف أنواع التدفقات، في حساب النتائج والموارد والاستخدامات، وغيرها من الملاحق خارج الميزانية. وتسمح هذه التدفقات، بتقييم الفائض النقدي، وتفسير التغيرات التي حدثت على حساب النقدية، وذلك من خلال ربط تحليل النتائج والموارد والاستخدامات، بتحليل تدفقات الخزينة. ومنها نستطيع التعرف على السيولة الحقيقية للشركة، وقدرتها على مواجهة استحقاقاتها (الفصل II.4-II.7).

# فصل 3.I: حساب النتائج

تقـوم الشـركات عـادةً، بتحضـير ثـلاث أنـواع مـن حسـابات النتـائج الإجماليـة: حسـاب التشغيل، وحسـاب المتاجرة، وحسـاب الأربـاح والخسـائر.

## حساب التشغيل

وهـو حسـاب ختـامي، يتعلـق بفـترةٍ زمنيـةٍ محـددةٍ، ويـهدف لتقديـر تكلفـة التصنيـع خلال هـذه الفترة:

| نفقات | إيرادات |
|---|---|
| رصيد أول المدة من خامات ومواد أولية | رصيد آخر المدة من خامات ومواد أولية[1] |
| رصيد أول المدة لبضاعة قيد التصنيع | رصيد آخر المدة لبضاعة قيد التصنيع |
| مشتريات خامـات ومـواد أوليـة بمـا فيـها أجور النقل والتخزين والعمولات والرسوم. | تكلفة الإنتاج التصنيعي خلال الفترة المعتبرة |
| رواتب وأجور العمال | |
| وقود | |
| كهرباء | |
| نفقات استخدام وصيانة الآلات | |
| مصروفات تصنيع أخرى | |

[1] وضعنا مختلف حسابات المخزون، كما هو متعارف عليه محاسبياً، ولكن كما قلنا قبل قليل، سنعتمد علـى مفهوم تغير المخزون، لأنه أكثر علمية وأكثر وضوحاً، عند التعامل مع المفاهيم المالية.

## حساب المتاجرة

ويهتم بإبراز نتيجة التشغيل الإجمالية، الناتجة عن بيع الإنتاج المصنع، وكذلك من عمليات التجارة، التي تقوم بها الشركة على بضاعة جاهزة، تشتريها وتبيعها دون إعادة تصنيعها، (نفرض أن فعالية شراء وبيع المنتجات الجاهزة، من ضمن الفعاليات التشغيلية في الشركة).

| نفقات | إيرادات |
|---|---|
| رصيد أول المدة، من بضاعة تامة التصنع أو جاهزة | رصيد آخر المدة، من بضاعة تامة التصنع أو جاهزة |
| تكلفة الإنتاج التصنيعي خلال الفترة المعتبرة | |
| مشتريات بضاعة تامة التصنع أو جاهزة | مبيعات |
| بضاعة معادة | |
| نتيجة التشغيل الإجمالية | |

## حساب الأرباح والخسائر

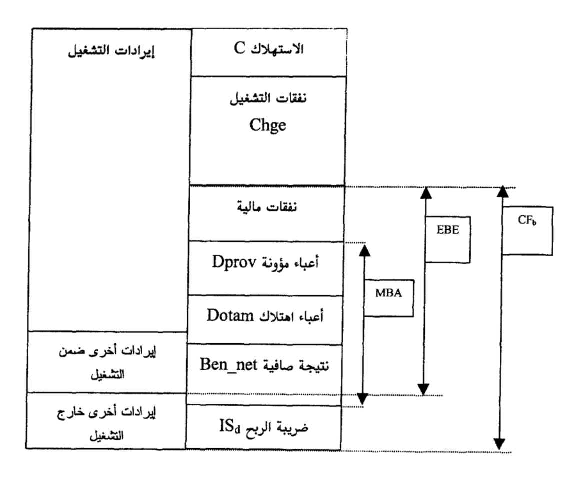
يهدف هذا الحساب إلى إظهار النتيجة النهائية لأعمال الشركة، بعد أخذ النفقات الإدارية والمالية والاستثنائية، بعين الاعتبار.

| نفقات | إيرادات |
|---|---|
| مصاريف إدارية | نتيجة التشغيل الإجمالية |
| مصاريف مالية واستثنائية... | إيرادات أخرى (مالية واستثنائية...) |
| النتيجة الخاضعة للضريبة | |

من جهتنا، لن نهتم بتفصيل هذه الحسابات، وإنما سنتعرف على طرق معالجتها، وكيفية الاستفادة منها، من خلال حساب وحيد ندعوه حساب النتائج. بالتالي، ومهما كانت التسمية، حساب النتائج أو التشغيل، أو حساب الأرباح والخسائر، فإننا نقصد به، هذا الحساب الوحيد (ما لم نُشِر إلى عكس ذلك صراحةً).

ولا يأخذ حساب النتائج بعين الاعتبار، إلا التدفقات المتعلقة بالسنة المعنية. وسنبدأ بتعريف مجموعة من الحسابات الضرورية للمراحل اللاحقة، في التعرف على الإدارة المالية. فالاستهلاك، يعني ما تم استهلاكه من المواد الأولية خلال السنة، وهو يساوي مشتريات السنة، مطروحاً منها ما تم تخزينه للسنة القادمة، أو يُضاف إليها، ما يُسحب من مخزون السنة السابقة. وبما أن تغير مخزون المواد الأولية يساوي جرد آخر السنة $S_f$ مطروحٌ منه جرد أول السنة $S_i$ أي $(S_I-S_f)$ فالاستهلاك = مشتريات − $(S_i-S_f)$. أما في جهة الإيرادات فإنتاج السنة = المبيعات + ما تم تخزينه من المواد نصف المنتهية والمنتهية للسنة القادمة.

وفيما يلي، نعرض جدولاً مبسطاً، (لشركة تجارية، لا تقوم بتحويل المواد الأولية)، نتعرف من خلاله على بعض مجاميع حساب النتائج، ونفترض هنا عدم التمييز بين الهامش التجاري، والإنتاج (لمزيد من التفاصيل الدقيقة انظر جدول حساب النتائج المفصل الذي سيرد لاحقاً):




**النتيجة الصافية أو net Résultat** في السنة n-1

= الحصص المستحقة في n + الاحتياطات المكوّنة في n

$= \Delta Reserve + Div_ap$

لا تكفي النتيجة الصافية للدلالة على فعالية الشركة. لذا، يجب الاستعانة بمجاميع أخرى، نبدؤها بهامش التمويل الإجمالي.

**هامش التمويل الذاتي الإجمالي أو Marge brute – MBA d'autofinancement**: يعبر عن صافي التدفقات التي أدت، أو ستؤدي، إلى نفقات، أو إيرادات مستقبلية فعلية في الأمد القصير. وهذا المجموع المالي، يأخذ بعين الاعتبار، التدفقات الناجمة عن جميع نشاطات الشركة، بما فيها الضريبة على الربح. وهو يمثل الفائض المالي الذي استطاعت الشركة الحصول عليه، من خلال نشاطاتها المتعددة، والذي سيسمح لها بتمويل ذاتي للنفقات المستقبلية، (بغض النظر عن الحصص التي ستوزع، والتي سيتم معالجتها أدناه، عند التعرض للتمويل الذاتي). نجد في الشكل أعلاه، أن أعباء الاهتلاك لن تؤدي لنفقة فعلية، وأنّ أعباء المؤونة ليست نفقةً فعلية في الأمد القصير، لذا يستبعدان[2] من النفقات في هذا المجموع، و نكتب:

$$MBA = Ben_net + Dotam + Dprov$$

ويمكننا تعريف هامش التمويل الذاتي الإجمالي، من خلال العلاقة الآتية:

هامش التمويل الذاتي الإجمالي = إيرادات التشغيل – الاستهلاك ونفقات التشغيل + إيرادات مالية – نفقات مالية + إيرادات استثنائية – نفقات استثنائية – ضريبة الربح

ويمكن تمثيل ذلك بالجدول الآتي:

| | |
|---|---|
| الاستهلاك ونفقات التشغيل | إيرادات التشغيل |
| نفقات مالية | |
| نفقات استثنائية | |
| ضريبة الربح | إيرادات مالية |
| هامش التمويل الذاتي الإجمالي | إيرادات استثنائية |

[2] في الحقيقة، كان من الأسلم طرح الإيرادات الوهمية أيضاً، مثل استعادة المؤونات، ولكننا بقصد التبسيط، نكتفي بالمعادلة المبينة أدناه.

**القـــــدرة علــــى التمويـــــل الذاتــــــي أو Capacité – CAF d'autofinancement**: يـأخذ هـذا المعيـار مـا يتعلـق فعـلاً بنشـاط الشـركة الطبيعـي، بغـض النظـر عـن العمليـات الاسـتثنائية، فيسـتبعد مـن الـ MBA النفقات والإيـرادات غير المتعلقة بالفعاليـة السـنوية الطبيعيـة للشـركة، أي يسـتبعد النتيجـة الاسـتثنائية، (مثـل فوائـض أو خسـائر بيـع الموجـودات) فنكتـب:

$$CAF = MBA - Res_Excep \Leftrightarrow CAF = MBA - PVC$$ أو

$$CAF = MBA + MVC$$

وبرغـم تـأثر الـ CAF بالانزياحـات الناجمـة عـن سياسـة الاهتـلاك والمؤونـات إلا أنـها تعتـبر مـن مؤشـرات الأداء المهمـة للشـركات. وسـنرى لاحقـاً ارتبـاط مفـهوم الـــMBA أو الـــCAF بجـدول التمويـل (مـوارد واسـتخدامات) حيـث تتقـابل مكوناتـه مـع عنـاصر ذلـك الجـدول. فالنتيجـة الصافيـة عبـارة عـن زيـادة في المطـاليب وأعبـاء الاهتـلاك ليسـت إلا نقصانـاً في الأصـول، أو زيـادة في المطـاليب، (أي مـوارد). وبذلـك نجـد أن هنـاك ارتبـاط وثيـق بـين تحليـل حسـاب النتـائج، وتحليـل جـدول التدفقـات الماليـة.

**التمويـــل الذاتــي أو Autofinancement-AF**: وهـو الجـزء مـن الـ MBA الـذي سيُسـتخدم فعـلاً في التمويـل الذاتـي للشـركة. لـذا، يتـم اسـتبعاد الحصـص الـتي ستوزع علـى المسـاهمين:

$$AF = MBA - Div_ap = Ben_net + Dotam + Dprov - Div_ap$$
$$= (Ben_net - Div_ap) + Dotam + Dprov$$
$$= \Delta Reserve + Dotam + Dprov$$
$$= (Reserve_n - Reserve_{n-1}) + Dotam + Dprov$$

يتكون التمويل الذاتي بشكل أساسيٍ من الأرباح غـير الموزعـة، (أي الاحتياطـات)، ومـن أعباء المؤونة والاهتلاك. ونختصر فوائد التمويل الذاتي في النقاط الآتية:

- يعتبر التمويل الذاتي بمثابة مصدر تمويل بشروط ميسرة
- في حال خشية الشركة، (خاصة الصغيرة منها)، من فقدان السيطرة على الإدارة، يعتبر هذا النوع من التمويل، أفضل بكثير من اللجوء إلى مصادر التمويل الخارجية. ومن جهةٍ أخرى، قد يكون هذا النوع من التمويل، هو الوحيد المتاح أمام الشركة، في حال عدم إمكانية زيادة رأس مالها، واستحالة الاستدانة، وهذه هي حالة أغلب الشركات الصغيرة.
- يسمح هذا النوع من التمويل، بزيادة ملاءة الشركة المالية، مما يوفر لها على الأمد البعيد، فرص تمويل إضافية، ضرورية لتمويل مشاريعها التوسعية.
- كما أنه الوسيلة الناجعة، لزيادة ثروة الشركة، حيث تحتاج الشركة لمصادر تمويل "خارجية" (ديون ورأسمال) لضمان سير فعاليتها التشغيلية والاستثمارية في بدء العمل. ومع تقدم نشاطها، يُصبح الاعتماد على الـAF أكبر بكثير من أجل تسديد الالتزامات وزيادة الثروة.

برغم هذه الفوائد، يعتقد البعض، بأن التركيز على التمويل الذاتي، أمرٌ غير محبذ، نظراً لتجميده لحركة الأموال، ولأنه يدعم المشاريع ذات الربحية العالية، بغض النظر عن طبيعة نشاطها. ويجدر بنا أن نذكر بأن الشركات الجديدة، غالباً ما تعاني من مشاكل حقيقية، في إمكانية الاعتماد على التمويل الذاتي، حصراً.

**فائض التشغيل الإجمالي أو Excédent Brut – EBE d'Exploitation**: يعبر عن الفرق بين الإيرادات والنفقات المرتبطة بفعالية التشغيل، والتي أدت، أو ستؤدي، إلى تدفقات فعلية. وهذا يعني، أنه يعتبر أمراً مؤكداً، كلاً من المدفوعات المؤجلة (مورِّدين) والمقبوضات المؤجلة (زبائن)

ويضم تغير المخزون لإيرادات السنة ولا يهتم لإمكانية عدم دفعها أو قبضها أو تمويلها.[3]

EBE = Prd_exp + Autre_Cr_exp - C – Chge

وهو يعبر، من جهة، عن هامش التشغيل الذي أنتجته الشركة (ولكن قبل احتساب آثار اهتلاكات الاستثمارات المحققة). وهو الذي سيسمح، من جهة بتعويض الاهتلاك الذي حصل على عوامل الإنتاج (آلات ومباني وغيرها) وبدفع الضرائب المستحقة على الأرباح، كما سيسمح بتأمين المردود الذي ينتظره المساهمون في المشروع. فضلاً عن ذلك يعبر الـEBE عن فائض الخزينة الكامن (غير المحقق بعد) والذي سيترجم عاجلاً أو آجلاً بتدفقاتٍ نقديةٍ فعليةٍ.

رغم انسجام العناصر المكونة له، يتأثر الـEBE بطرق تقييم المخزون، مما يجعله عرضه للتشويه من شركة لأخرى، وحسب الفترات المعنية. ولكن مع ذلك، نعتبر هذا الحساب مهماً لكونه **لا يتعلق**:

- بتقييم الموجودات الثابتة.
- بالمؤونات أو الاهتلاكات على الموجودات غير التشغيلية (أي الموجودات الثابتة أو المالية).
- أو بالنظام الضريبي المطبق على أرباح الشركة

ولكن يُنصحُ عادة، بتصحيح الـEBE عن طريق طرح أعباء المؤونات المختلفة، (لعناصر التشغيل) مما يؤدي للحصول على فائض جديدٍ، ندعوه فائض التشغيل الإجمالي المُصَحَّح.

---

[3] وهذا يكافئ، كما سنرى في الجدول المختصر أدناه، أخذ تغير مؤونات عناصر التشغيل، (في حال وجودها) بعين الاعتبار.

**فائض خزينة التشغيل أو Excédent de trésorerie – ETE d'exploitation**: لا يعطي فائض التشغيل الإجمالي تدفق الخزينة الفعلي الناتج عن التشغيل، فكلما زادت الحاجة لرأس المال العامل، انخفضت الأموال المقبوضة فعلياً. كما أن الـEBE والـCAF لا تعبر إلا عن الموارد الكامنة غير المؤكدة بمجملها، نظراً لعدم اعتبار السيولة الحقيقية لعناصر الأصول (مخاطر عدم التحصيل أو الكساد) وهذا ما دعا إلى تعريف المجموع الآتي:

فائض خزينة التشغيل = فائض التشغيل الإجمالي – فرق الحاجة لرأس المال العامل التشغيلي

وتنبع أهمية هذا المقدار من كونه لا يتأثر بالكثير من العمليات والتسويات الحسابية، **فهو لا يتعلق**:

- بسياسة الاهتلاك أو المؤونة.
- بطريقة تقييم المخزون.
- بطرق تقييم الموجودات الثابتة.
- بحسابات التسوية على سنة أو أكثر.

وهناك من يدعو لحساب فائض الخزينة خارج التشغيل، حيث يتم حساب الفائض الإجمالي غير التشغيلي EBHE (فرق النفقات غير التشغيلية عن الموارد غير التشغيلية)، وكذلك حساب تغير الحاجة لرأس المال العامل غير التشغيلية ΔBFRHE

EBHE = إيرادات غير تشغيلية – نفقات غير تشغيلية.

ΔBFRHE = تغير الأصول غير التشغيلية – تغير الديون غير التشغيلية.

وبالتالي نجد أن فائض الخزينة غير التشغيلية ETHE:

ETHE = EBHE - ΔBFRHE

وبناءً عليه، نستطيع تعريف فائض الخزينة الإجمالي ETG

$$ETG = ETE + ETHE = EBE - \Delta BFRE + ETHE - \Delta BFRHE$$

$$ETG = MBA - \Delta BFR = (EBE + EBHE) - \Delta(BFRE + BFHE)$$

**التدفق النقدي الإجمالي أو Cash flow brut - CFb**: و هو مشابه للـEBE ولكن يتميز بأنه يُضيف النتيجة الاستثنائية:

$$CFb = EBE + Res_Excep$$

من علاقة الـ MBA نجد:

هامش التمويل الذاتي الإجمالي = إيرادات التشغيل – الاستهلاك – نفقات التشغيل +النتيجة المالية + النتيجة الاستثنائية – ضريبة الأرباح

$$MBA = EBE + Res_fin + Res_excep - IS_d \quad (*)$$

وبذلك نجد:

$$CFb = MBA - Res_fin + IS_d$$

أي أن التدفق النقدي الإجمالي، لا يتعلق بالنتيجة المالية، مهما كان مقدارها. ومن هنا جاءت أهمية استخدامه في حساب تدفقات الخزينة، كما سنرى لاحقاً. ولكن نذكر بتحفظنا على هذا التعريف، في حال اعتماد الشركة على الفوائض المالية الناجمة عن توظيف الأموال. وفي هذه الحالة، يجب إعادة النظر في اعتباره مقداراً يُمثل، فعلاً، تدفقات الخزينة المعتادة في الشركة.

بما أن $CAF = MBA - Res_Excep$ نجد من (*)

$$\mathbf{EBE = CAF - Res_fin + IS_d}$$

نقترح عند تحليل حساب النتائج اعتماد الجدول التالي:

| النفقات | الإيرادات |
|---|---|
| شراء سلع (جاهزة) B | مبيعات سلع (جاهزة) A |
| تغير مخزون سلع (جاهزة) C | |
| **هامش تجاري** A-B+C = **MC** | |
| شراء مواد أولية Ach | مبيعات سلع مصنعة (أو خدمات) D |
| تغير مخزون المواد الأولية As | مبيعات خدمات E |
| نفقات خارجية مختلفة F | رقم الأعمال A + D + E = **CA** |
| | تغير إنتاج مُخزّن (سعر التكلفة) PS |
| | إنتاج ثابت غير موجه للبيع (سعر التكلفة) PI |
| **إنتاج السنة** D + E + PS + PI = **Prd** | |
| **القيمة المضافة** MC + Prd – Ach + As – F = **VA** | |
| ضرائب ورسوم Tax | دعم تشغيل (حكومي) Sou |
| رواتب Sal | |
| تغير مؤونات التشغيل Vprov_exp | |
| **فائض التشغيل الإجمالي** VA + Sou -Tax – Sal -Vprov_exp = **EBE** | |
| أعباء الاهتلاك Dotam | |
| تغير مؤونات الموجودات الثابتة Vprov_actif | |
| **نتيجة اقتصادية** EBE – Dotam - Vprov_actif = **Res_eco** | |
| نفقات مالية FF | أرباح مالية PF |
| تغير مؤونات القيم المالية Vprov_actfin | فضل قيمة زائدة بعد بيع قيم مالية PVCfin |
| فضل قيمة خاسرة بعد بيع قيم مالية MVCfin | **نتيجة مالية** PF+ PVCfin – MVCfin – FF - Vprov_actfin = **Res_fin** |
| **النتيجة الجارية** Res_eco + Res_fin = **Res_cou** | |
| خسارة أسعار قطع Pert_chg | أرباح أسعار قطع Gain_chg |

| قيمة خاسرة بعد بيع موجودات ثابتة PVCact | PVCact قيمة زائدة بعد بيع موجودات ثابتة |
|---|---|
| **نتيجة استثنائية** Gain_chg + PVCact – Pert_chg – PVCact = **Res_excep** | |
| ضريبة الأرباح Imp | **نتيجة إجمالية قبل الضريبة** Res_cou + Res_excep = **Res_brut** |
| **نتيجة صافية** Res_brut – Imp = **Res_net** | |

فيما يلي، نذكر بعض التفاصيل والملاحظات، التي تهم المحلل المالي عند دراسته لحساب النتائج:

تشمل النفقات الخارجية المختلفة: نفقات التعاقد الخارجي، ومشتريات المواد والأثاث غير القابلة للتخزين (ماء، وكهرباء، وصيانة، وأثاث مكاتب..) ونفقات الصيانة والإصلاحات وأقساط التأمين والبحث والدراسات ورواتب الكوادر والوسطاء الخارجيين ونفقات الدعاية والنقل والتنقلات والاجتماعات والبريد والعمولات المصرفية (مختلفة عن الفوائد)...

## المبيعات (رقم الأعمال)

يجب تحليل المبيعات من خلال الحجم والسعر. يسمح التحليل على أساس الحجم، رغم صعوبته، بمعرفة النمو الحقيقي للشركة. ويختلف التحليل المالي ويتأقلم، بحسب الطور الذي تمر به الشركة (نمو كثيف، بطيء، سكون، تراجع). نهتم في طور النمو السريع بدراسة طرق السيطرة على تزايد نفقات التشغيل، وحاجات التمويل. بينما في طور السكون، نهتم بإدارة تخفيض النفقات السابقة. يجب الانتباه إلى اختلاف مرونة هذه العوامل عند النمو، عنها عند التراجع. ونذكر أيضاً، بأنه في حالة المنتج الوحيد، يمكن استنتاج النمو الحقيقي (الحجم) من خلال النمو الظاهري الذي يتضمن الأسعار، ومستوى الأسعار. أما التحليل على أساس السعر، فسيسمح بمعرفة مساهمة التضخم، في

الزيادة الظاهرية للمبيعات. ويتم ذلك بمقارنة أسعار الشركة مع مستوى الأسعار العام، ومع مستوى أسعار المنافسين في نفس القطاع. ويسمح هذا التحليل، بالتعرف على استراتيجية تسعير الشركة: إما أسعار عالية لتعويض سوء إدارة النفقات، مما يقود لتخفيض التنافسية، أو أسعار مخفضة بشكل مدروس، مما يحسن من تنافسية الشركة. كما يجب الانتباه لضرورة أخذ تبدلات أسعار القطع بعين الاعتبار.

## الهامش التجاري

ويعبر عن الفرق بين مبيعات المنتجات (الجاهزة) وتكلفة شراء هذه المبيعات. وتهتم الشركات التجارية وشركات السمسرة (Négoce) بهذا النوع من الحسابات، لأنه يعبر فعلاً، عن أحد العناصر المهمة في تشخيصها الاستراتيجي، (نظراً لاستقراره، مقارنةً بالمبيعات أو بالمشتريات التي ينجم عنها).

## الإنتاج

يعرف الإنتاج كما يلي: الإنتاج = الإنتاج المباع + الإنتاج المُخزَّن + الإنتاج المثبت، (غير الموجه للبيع).

ويعتمد على طرق تقييم المخزون. ولا يمكن تقييمه على أساس السعر أو الحجم، إلا بعد تقييم المخزون على أساس سعر البيع، أو تقييم المبيعات على أساس سعر التكلفة. وهذا ما يستدعي الدخول في متاهات المحاسبة التحليلية، والتي يصعب الوصول إليها بالنسبة للمحلل الخارجي.

ويؤدي تقييم الإنتاج بسعرين (جزء بسعر التكلفة، والآخر بسعر البيع) إلى قيم مشوهة للحقيقة. فضلاً عن ذلك، سيعتمد الأمر على طرق تقييم المخزون. ففي حال تقييمه على أساس التكلفة المباشرة فقط، تهمل كل التكلفات غير المباشرة،

التي تنجم عن محتوى الميزانية. بينما في حال التقييم على أساس التكلفة الكلية (أي بتفعيل النفقات غير المباشرة القادمة من الميزانية) فسيؤدي الأمر إلى زيادة الأرباح، ولكن ذلك سيؤدي إلى زيادة تكلفة الإنتاج المباع في السنوات التالية، مما يعني تخفيضا لاحقا لأرباحها. وبمعنى آخر، تم تأجيل عبء النفقات الحقيقي إلى المستقبل.

وإذا تزايد الإنتاج أكثر من المبيعات، فهذا دليل على ظواهر خطيرة. فقد يكون ذلك بسبب الإنتاج الزائد، والذي سيؤدي إلى تخفيض وتيرة العمل لاحقا، ريثما يتم التخلص منه، مما سيتسبب بنفقات لا داع لها. وقد يكون السبب في مبالغة الشركة في تقييم مخزونها، مما سيضعف أيضا من هوامش ربحها المستقبلية.

## الاستهلاك

نستنتج من تعريفنا السابق لمفهوم الاستهلاك، ارتباطه بالسعر والحجم، وبطرق التقييم. وقد يكون من المفيد مقارنة تزايده مع تزايد الإنتاج. فإن ظهر تباين شديد بينهما، يمكن النظر في تغيير أساليب الإنتاج، أو تغيير طبيعة المنتجات المنتهية.

## القيمة المضافة

تعرف القيمة المضافة في الاقتصاد، بأنها الإضافة التي ساهمت بها الشركة في زيادة قيمة سلعها، وخدماتها التي اشترتها من الآخرين، وذلك من خلال التحويلات التي قامت بها خلال نشاطها الإنتاجي. وبمعنى آخر، تعبر القيمة المضافة، عن الفرق بين ما قدمته الشركة للاقتصاد، مقابل ما تلقته من بيئتها ومحيطها. وهذا الفرق ليس سوى الثروة التي تمكنت الشركة من خلقها، بفضل توظيفها لعوامل الإنتاج (عمل ورأس مال ثابت وتقني.. ) المتوفرة لديها. وتختلف النظرة للقيمة المضافة بين منظور الشركة ذاتها والمنظور الشمولي.

فالـVA ستفيد من حيث المبدأ بالحصول على الـEBE (وبالتالي تأمين النفقات المذكورة أعلاه) وكذلك تعويض الرواتب، التي ستدفع للموظفين والعمال، كما أنها تساعد في حساب الناتج المحلي الإجمالي. ولكن على المستوى الشمولي، يتم الحديث عن القيمة المضافة الوسطية لقطاعٍ معين، مقارنةً مع آخر. وهنا يصبح قصر الـVA على الشركة محدوداً، خصوصاً عندما تلجأ الشركات إلى التعاقد الفرعي المكثف (Sous-traitance)، مع قطاعاتٍ أخرى. ويتجاوز مفهوم القيمة المضافة حدود الشركة، خاصةً عندما ترتبط بشكلٍ وثيقٍ، مع الموردين من القطاعات الأخرى. فعندما توظف شركة عدداً من العمال، وتتعامل مع قطاعٍ آخرٍ، يضطر هذا الأخير، لتوظيف أعدادٍ كبيرةٍ من العمال، أيضاً. فهل القيمة المضافة مرتبطة بعدد عمالها فقط، أم بالعدد الكلي الذي تسببت بتوظيفه؟! من هذا المنطلق نقول، بأن مفهوم القيمة المضافة يفقد معناه المطلق، في هذه الحالات. وأخيراً، يجب التمييز بين القيمة المضافة التي تنجم عن هامش تجاريٍّ كبيرٍ (حالة شركات التوزيع التي تعتمد على الجهد التسويقي بشكلٍ أساسي) وتلك التي تنجم عن الإنتاج الصناعي، الذي يعتمد على تحويل المواد الأولية، وعلى الاستخدام المكثف لعوامل الإنتاج.

## النتيجة الاقتصادية

وتعبر عن زيادة ثروة الشركة، الناجمة عن نتيجة عمليات التشغيل والاستثمار.

## النتيجة المالية

تعتبر النتيجة المالية مهمة جداً للشركة، نظراً لأن فهمها الجيد يُحسِّن من إدارة ديون الشركة. فكما نعلم، يتم تمويل الشركة من مصادر خاصة (لا تظهر نفقات عوائدها في حساب النتائج: توزيع الحصص)، ومن ديون، تنعكس فوائدها

مباشرةً في النتيجة المالية. وتُوظِّف بعض الشركات فوائضها، بغية الحصول على أرباحٍ ماليةٍ، تخفف من عبء النفقات المالية للديون. وتظهر هذه النتيجة من خلال: تدفقات تمويل التشغيل، تدفقات التمويل الثابت (المستقر)، تدفقات إدارة الخزينة، تدفقات إدارة المحافظ المالية[4]، وتغيرات أسعار القطع. قد تلجأ بعض الشركات المتميزة بفوائض خزينة ضخمة، إلى التوظيف المالي، وعدم إظهار الأرباح (الفوائض المالية نتيجة بيع القيم المالية) في الإيرادات وإنما إبقائها بشكلٍ كامنٍ، في حسابات الخزينة، في الميزانية (بشكل فوائض مالية كامنة مما يخفف من حجم الأرباح، وبالتالي من الضرائب المُستحقة). ومن هنا تنشأ أهمية النظرة المالية للشركة، ولمختلف حساباتها، لأنها تعيد النظر في القيم، وتضبط الحسابات على أساس القيم السوقية.

## النتيجة الجارية

تفيد النتيجة الجارية، في تقدير مردودية الفعالية الطبيعية (الجارية في الشركة) ولكن قد يتسبب الاكتفاء بها، في تشويه الحقائق، خصوصاً، عندما تتزايد التدفقات الاستثنائية، وهذا ما دفع المختصين بالإدارة المالية، إلى وضع الحساب الخاص بالنفقات والإيرادات الاستثنائية.

---

[4] لا تقتصر إدارة المحافظ على متطلبات الإدارة المالية، بل تتجاوزها لتحقيق أهداف النمو، والتوسع في امتلاك حصص من رأسمال شركات أخرى.

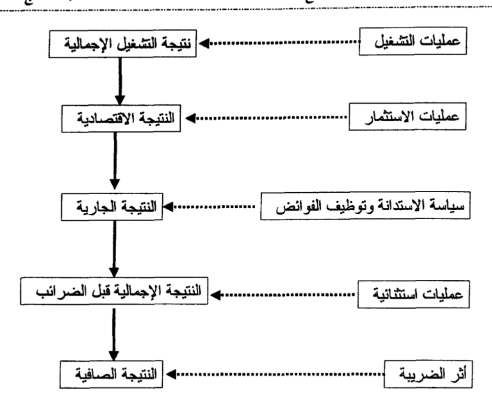
يعتقد البعض بعدم كفاية النتيجة المالية لبيان الوضع المالي الحقيقي. ففي حال وجود فروعٍ للشركة، ستظهر نتائجها المُرحّلة فيها. في هذه الحالة، لا يمكن اعتبار هذه الأرباح أرباحاً ماليةً، وإنما أرباح تشغيل للشركات-الفروع. لذا، يُنصح بأخذ كل النفقات والأرباح غير المتعلقة بسياسة الاستدانة والتوظيف، ووضعها بين عناصر التشغيل في حساب النتائج.

## النتيجة الاستثنائية

قد يكون من الأفضل عند دراسة النتيجة الاستثنائية، التمييز بين تلك **النفقات والإيرادات الناجمة عن عناصر استثنائية**[5] Exceptionnels، ولكن متعلقة بالتشغيل (كتلف ومؤونات على المخزون، أو أثر أسعار القطع..) وتلك **الناجمة عن عناصر فوق عادية** Extraordinaires، (مثل أخطار التأميم أو الكوارث الطبيعية...). وبرغم الفوائد التي قد يجنيها المسؤولون من خلط المفهومين في نتيجة استثنائية وحيدة (سهولة التحضير وتجاوز مشاكل الفصل بين النوعين) إلا أن هذا التمييز يفيد في تقدير أكثر موضوعيةً لمردودية الشركة. يوجد هذا التمييز في النظام "الأنغلوساكسوني" ولكنه مهمل في النظام الفرنسي.

لا تكفي النتيجة لوحدها للتعبير عن زيادة ثروة أو إفقار الشركة، وينبغي الانتباه دوماً لمعنى كل حساب نتيجة، ولأثر مختلف السياسات والإجراءات المتبعة في الشركة عليها. نبين ذلك في الشكل الآتي:

[5] برغم كونها استثنائية، قد يتكرر وجودها دوماً، نظراً لارتباطها بالتشغيل نفسه.




يعتمد تحليل نتائج الشركة، على طبيعة الخيارات المحاسبية، التي بنيت على أساسها هذه النتائج. وقد تتمكن بعض الشركات من إخفاء فشلها في تحقيق نتائج طيبة من خلال التلاعب في خياراتها. ولكن على الأمد المتوسط والبعيد، ستظهر هذه النتائج على حقيقتها.[6] وهنا نذكر، بأنه غالباً ما يتم إهمال وجهة النظر الاستراتيجية في تحليل فعالية الشركة. وهنا يبرز دور المحلل المالي في استباق الأمور، وتوقع النتائج قبل حدوثها، واقتراح ما هو ملائم لتحسينها.

يمكن من خلال تحليل حساب النتائج، معرفة أسباب تحقيق أرباح أكبر (أو أقل)، من وسطي قطاع عمل الشركة، ومعرفة طريقة تكوين نتائجها بالنسبة

[6] نقصد بالتلاعب هنا، تأخير بعض النفقات أو وضع بعض الحسابات تحت تسميات متعددة.. ولا نقصد التلاعب بمعنى تزييف حقيقة أرقام الشركة، أو التهرب الضريبي وغيرها من الإجراءات، التي تحقق أرباحاً غير مشروعة.

للآخرين. نستطيع من خلال التحليل، معرفة ما إذا كان السبب في تقدم نتائج الشركة (على الوسطي المعروف)، عائد إلى سبقٍ تقني أو تسويقيٍ...ومعرفة فترة ديمومة هذا الأمر. لا يمكن اعتبار العامل الاستراتيجي كافياً لشرح تقدم نتائج الشركة. يؤدي ارتفاع المردودية العائد إلى العامل الاستراتيجي، إلى ازدياد دخول المنافسين في نفس المجال، مما يدفع بهذا السبب إلى التلاشي لاحقاً. لذلك ننصح دوماً المحلل المالي، بعدم الانخداع بالهوامش العالية، لأن وضع الشركة الاستراتيجي (إن لم يُجدَّد)، لن يدوم طويلاً. بناءً على ما سبق، قد تعتمد مردودية وهوامش الشركة على وضعها الاستراتيجي وذلك ما يضعف تدريجياً، هذا العامل حيث ستتناقص أهمية هوامش الربح عاجلاً أم آجلاً، بسبب تزايد المنافسين؛ وبقدر تجدد العامل الاستراتيجي، تتحسن النتائج مقارنةً مع "المقلدين" في نفس القطاع. ولكن غالباً ما يستمر خطر تناقص أهمية النتائج لاحقاً. وسنرى لاحقاً أن الهوامش العالية قد تعود إلى وضع الشركة بالنسبة لنقطة تعادلها، التي سنشرحها فيما بعد.

في الفقرات والفصول التالية، نتعمق في تحليل وضع الشركة، من خلال تحليل النزعة، ودراسة أثر المقص، ونقطة التعادل، وأثر الرافعة التشغيلية، ثم النسب المالية.

## تحليل النزعة

بقدر ما نتعمق بتحليل تاريخ عمليات الشركة لمعرفة توجهها العام، وبقدر ما نفهم وضعها الحالي، يتحسن استقراؤنا للمستقبل. ولتحقيق هذا الأمر، نهتم بحساب معدلات تغير، (زيادة أو نقصان) أهم النفقات والإيرادات. وبذلك نتمكن من تحليل تغيرات النتيجة. بما أن التحليل تاريخي، فإننا **نهتم بالحسابات ذات الطبيعة الدائمة فقط، ونهمل دراسة العناصر الاستثنائية، ذات الصفة**

**المؤقتة**. لذلك يتم التركيز على فائض التشغيل الإجمالي، الذي يعبر فعلاً عن واقع عمل الشركة، بعكس المجاميع الأخرى لحساب النتيجة (انظر أعلاه). وفي الحقيقة يمكن ربط بعض المفاهيم بالاقتصاد الكلي بشكل أكبر بكثير من مفهوم الـEBE، الذي ينتج عن مفاهيم الاقتصاد الجزئي.

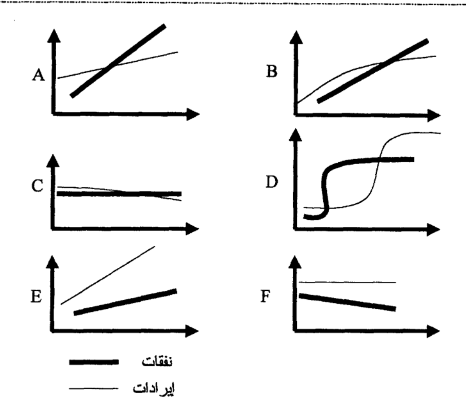
نهتم عند دراسة حساب النتائج، ببعض الظواهر مثل أثر المقص Effet de ciseau الذي ينتج عن تباين أو تباعد تطور النفقات، بالنسبة للإيرادات.[7]

## أثر المقص

قد تزداد المبيعات بنسبةٍ أقل من زيادة نفقات الإنتاج، بسبب القيود الحكومية على أسعار البيع (شركات القطاع العام عموماً) أو سوء إدارة النفقات التي تزيد ولا يمكن تضمين الزيادة في سعر البيع بسبب المنافسين....

وننبه إلى أن أثر المقص قد يكون إيجابياً، في حال كانت زيادة النفقات أقل من زيادة المبيعات. وفيما يلي نعرض بعض أنواع هذه التباينات (الزمن على المحور الأفقي، والمَبَالغ على العمودي).

[7] سندرس لاحقاً أثر المقص، من حيث انعكاس تغيرات حسابات النتيجة على حسابات الميزانية.




- في الشكل A نجد سياسة هروب باتجاه الأمام، نظراً لعدم التحكم بالنفقات، التي تزداد بسرعة أكبر من الزيادة الخطية للإيرادات.
- في الشكل B نلاحظ ثبات تزايد النفقات، أما الإيرادات فيتناقص تزايدها.
- في الشكل C نلاحظ تراجعاً بالإيرادات، وثباتاً بالنفقات (قد يعود السبب لتجاهل أثر ازدياد المنافسة، وعدم التجديد، أو التوسع).
- في الشكل D نلاحظ زيادة بدئية حادة بالنفقات، يتم تعويضها لاحقاً، بقفزةٍ كبيرةٍ بالإيرادات. قد يعزى الأمر، لعطالة الترويج لمنتج جديد مثلاً.

- في الشكل E نلاحظ أن تزايد الإيرادات، أكبر بكثير من النفقات، وقد يُعزى الأمر إلى وجود احتكارات لمنتج، يتزايد الطلب عليه بشكل مطرد.
- في الشكل F نلاحظ ثباتاً بالإيرادات، ولكن النفقات تتناقص. وقد يعزى الأمر، إلى تزايد الخبرة والمهارة مع مرور الزمن (ربح في الإنتاجية).

بعد أن درسنا أهم المتحولات المتعلقة بالتوجه العام للشركة، سنقوم بدراسة نقطة التعادل (Point mort).

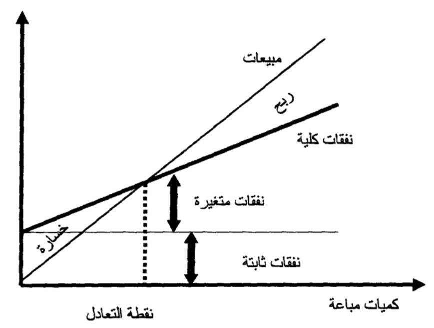
## نقطة التعادل

بالتعريف، تُعبِّر نقطة التعادل عن مستوى فعالية الشركة، الذي تتساوى عنده إيراداتها مع نفقاتها (يصبح الربح معدوماً). قبل بلوغ هذا المستوى، تكون الشركة خاسرة وإن تجاوزته تصبح رابحة. وينتج هذا المستوى من حقيقة أنه، في حين تبقى بعض النفقات ثابتة مع تزايد المبيعات، تتضخم نفقات أخرى. وبالتالي تلعب تركيبة النفقات دوراً مهماً في بلوغ نقطة التعادل. قبل حساب هذه النقطة، يجب الانتباه إلى المدة التي يتم على أساسها التحليل:

- على الأمد البعيد، تصبح كل النفقات متغيرة.
- على الأمد القصير جداً، نعتبر كل النفقات ثابتة (بما فيها الرواتب) باستثناء بعض النفقات المباشرة، وبعض نفقات النقل ونفقات الترويج.
- على الأمد المتوسط، تصبح بعض النفقات الثابتة متغيرةً (مثل الرواتب أو النفقات المالية..).

بناءً على ما سبق، <u>لا توجد نقطة تعادل مطلقة وإنما يعتمد الأمر على فترة التحليل</u>.

يمكن تمثيل نقطة التعادل بالشكل الآتي:




هذا الشكل مبسط للغاية، لأنه كما ذكرنا بحسب مستوى الفعالية والمدة المعتبرة، يجب تمثيل النفقات الثابتة على شكل تابع درجي. الآن بفرض أننا استطعنا التمييز بشكل كامل بين النفقات الثابتة CF والنفقات المتغيرة CV، فإن النفقات الكلية CT تساوي: CT = CF + CV. يمكننا حساب نقطة التعادل، إما عن طريق الكمية المباعة أو عن طريق المبيعات:

1- **عن طريق الكمية**: بفرض P سعر الوحدة و Q الكمية المباعة وcv التكلفة المتغيرة للوحدة نستطيع أن نكتب عند نقطة التعادل: $P.Q = CF + cv * Q$

وبالتالي لدينا: $Q = \dfrac{CF}{P - cv}$

2- **عن طريق المبيعات**: تتساوى المبيعات مع النفقات الكلية عند نقطة التعادل، أي لدينا:

$$CA_0 = CF + cv * Q_0$$

حيث: $CA_0$ هي رقم الأعمال عند نقطة التبادل

$Q_0$ هي الكمية المباعة عند نقطة التبادل

ولكن عند اعتبار النفقات المتغيرة نسبة ثابتة من المبيعات، (أي أن $[(cv * Q)/CA]$ ثابتة) وبالتالي اعتمادا على المعادلة الآتية:

$$CA_0 = CF + [(cv * Q_0)/CA_0]*CA_0$$

نستطيع أن نكتب: $CA_0 = CF + [(cv * Q)/CA]*CA_0$

وبالتالي: $$CA_0 = \frac{CF}{1-\frac{cv*Q}{CA}} = \frac{CF}{1-\frac{CV}{CA}}$$

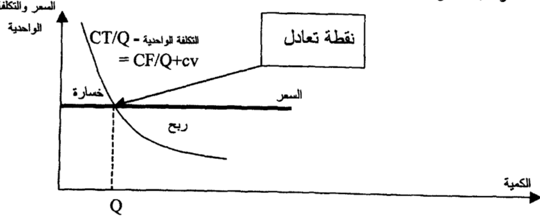
**مثال:** تصل مبيعات شركة إلى 150، ونفقاتها الثابتة إلى 90، والمتغيرة إلى 50. حدد نقطة التعادل.

تساوي النفقات المتغيرة نسبة من المبيعات أي $v = CV/CA=1/3$. وبالتالي، نقطة التعادل تساوي:

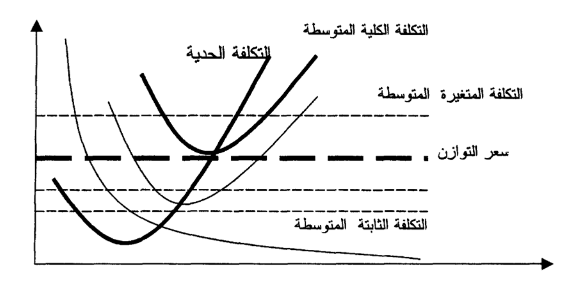
$$CA_0 = CF / (1-v) = 90 / (1-1/3) = 135$$

تقع فعالية الشركة في مستوى أعلى بـ 11٪ من نقطة تعادلها.

وفي الحقيقة، يمكن تمثيل نقطة التعادل من حيث التكلفة الوسطية للواحدة، مقارنة بالسعر:



لا بد وأنكم لاحظتم أننا نفترض هنا عدم تغير السعر مهما تغيرت الكمية، (جو منافسة كاملة) وتتم المعالجة على الأمد القصير. ولو رغبنا بالعودة إلى مفاهيم الاقتصاد الجزئي، لأصبح كلامنا أكثر دقة عندما نقول، بأن المستثمر يحصل على أكبر ربح ممكن أو أقل خسارة ممكنة، عندما يصبح الإيراد الحدي مساويا للنفقة الحدية.




فقد اعتبرنا سابقا أن النفقات المتغيرة عبارة عن نسبة ثابتة من المبيعات، (تصبح النفقة المتغيرة الواحدية ثابتة)، أي أن منحنيها عبارة عن مستقيم، واعتبرنا الإيرادات أيضا مستقيما ميله يساوي السعر، (معادلته RT = Q*P). وكلها فرضيات تعتمد على توفر شروط المنافسة الكاملة، وعلى توازن الشركة أو المشروع، بغض النظر عن التحرك الإجمالي المحتمل للسوق وعلى توقعات أو فرضيات، قد يمكن قبولها في الأمد القصير. لذا نقول أنه مع تغير النفقات يتغير السعر إلى الأعلى والأسفل بحيث يتساوى السعر مع التكلفة الحدية، وذلك في ظل المنافسة الكاملة وعلى الأمد البعيد.

يمكن حساب نوعين من نقط التعادل:

- **نقطة التعادل التشغيلية** (المحسوبة على أساس نفقات التشغيل الثابتة والمتغيرة)، التي تعكس استقرار النتيجة الاقتصادية. والاكتفاء بحسابها خطير، نظراً لعدم احتسابه تكلفة التمويل، وبالتالي نعتبر هذا المفهوم قاصراً.
- **نقطة التعادل المالية** (المحسوبة على أساس نفقات التشغيل الثابتة والمتغيرة والآخذة بالاعتبار النفقات المالية)، التي تعكس استقرار النتيجة الجارية. وهذه النقطة أيضاً قاصرة، نظراً لاعتبارها النفقات المالية المترتبة على ديون الشركة فقط، ولا تعتبر ريع الأموال الخاصة. ويتسبب ذلك في تخفيض مستوى نقطة التعادل الحقيقية، نظراً لانخفاض تقييم النفقات.في مثل هذه الحالات قد تلجأ الشركات ذات النتائج المتذبذبة، إلى تخفيض استدانتها، لأن تخفيض النفقات المالية يهدئ من تلك الذبذبة.

تعتمد نقطة التعادل عموماً، على متحولات استقرار النتيجة الاقتصادية (استقرار المبيعات وهيكلة النفقات، وموقع الشركة بالنسبة لنقطة تعادلها)، وعلى مستوى نفقاتها المالية، أي على سياسة الاستدانة المتبعة بالشركة. وقد أثبتت التجارب أن الشركات التي تصل مبيعاتها إلى مستوى أقل بـ 10٪ من نقطة تعادلها، تعتبر غير مستقرة. أما التي تصل مبيعاتها إلى مستوى أعلى من 10٪ إلى 20٪ من نقطة تعادلها، فتعتبر مستقرة. وتلك التي تزيد عن 20٪، فتعتبر في حالة استثنائيةٍ ممتازةٍ.

يمكن الاستفادة من مفهوم نقطة التعادل في مجال التحليل المالي، وذلك من خلال تحليل استقرار الأرباح، أو تقدير الربحية الحقيقية أو تحليل الفروقات.

## تحليل استقرار الأرباح[8]

عند تحليل استقرار الأرباح، لا نهتم بالمستوى المطلق لنقطة التعادل بقدر اهتمامنا بموقع الشركة النسبي بالنسبة لهذه النقطة. يزيد عدم استقرار نتائج الشركة، كلما كانت قريبةً من نقطة تعادلها. يعود السبب إلى أنه كلما كانت الشركة قريبة منها، فإن أي تغيير بالمبيعات سيؤدي إلى تغيرات ضخمة في النتيجة الصافية. وبشكل عام، إذا كانت معدلات تزايد الأرباح ضخمة، يمكن أن نستقرئ أن الشركة قريبة من نقطة تعادلها.

<u>مثال:</u> تقدم شركة متخصصة في منتج ما، المعلومات الآتية:
النفقات الثابتة الكلية: 150000، والتكلفة المتغيرة للوحدة = 100، وسعر بيع الوحدة 175. بالحساب نجد أن نقطة التعادل تتحقق، عندما تبيع الشركة 2000 وحدة على الأقل ((150000/(175-100)). يظهر الجدول الآتي، انخفاض أو تزايد المبيعات والأرباح، بالنسبة لخمس مستويات بيع مختلفة:

[8] سنتعرض لدراسة الحساسية بشكل مفصل أكثر عند تناول اختيار الاستثمارات في منظور مستقبل غير مؤكد.

| الوحدات المباعة | المبيعات: التزايد بالنسبة للمستوى السابق (A) | الأرباح: مبلغ الربح | الأرباح: التزايد بالنسبة للمستوى السابق (B) | الحساسية (B)/(A) |
|---|---|---|---|---|
| 2000 | | | | |
| 2200 | %10 | 15000 | لانهاية | لانهاية |
| 2530 | %15 | 39750 | %165 | 11 |
| 2910 | %15 | 68213 | %71.6 | 4.8 |
| 3346 | %15 | 100944 | %48 | 3.2 |

نستنتج أن وجود الشركة بقرب نقطة تعادلها، يؤدي إلى نسبة تزايد كبيرة في الأرباح (تكون حساسية تزايد الأرباح بالنسبة لتزايد المبيعات كبيرة)، وكلما ابتعدنا عن هذه النقطة، يصبح التزايد أقل بكثير.

بفرض أن ظروف وبيئة الشركة ومبيعاتها المحتملة ثابتة، فبقدر ما تكون نفقاتها الثابتة ضعيفة، بقدر ما يكون استقرار أرباحها كبيرا، مقارنة مع شركة ذات نفقات ثابتة عالية. ولنأخذ مثالا شركة أخرى، تختلف عن السابقة بالنفقات الثابتة فقط، (ولتكن 50000) عندئذ نجد:

| الوحدات المباعة | المبيعات: التزايد بالنسبة للمستوى السابق (A) | الأرباح: مبلغ الربح | الأرباح: التزايد بالنسبة للمستوى السابق (B) | الحساسية (B)/(A) |
|---|---|---|---|---|
| 667 | | - | | |
| 2,200 | 330.00% | 115,000 | لا نهاية | لا نهاية |
| 2,530 | 15.00% | 139,750 | 21.52% | 1.4 |
| 2,910 | 15.00% | 168,213 | 20.37% | 1.4 |
| 3,346 | 15.00% | 200,944 | 19.46% | 1.3 |

كما نرى، هناك استقرار أكبر بالنتيجة وبالحساسية، نظرا لاختلاف نقطة التعادل، ولبعد الشركة عن نقطة تعادلها، مقارنة مع الأخرى. سنعود لاحقا لشرح هذه الفكرة بطريقة أخرى، عند تناولنا موضوع أثر الرافعة التشغيلية.

## تقدير الربحية الحقيقية

عند تحليل نتائج إحدى الشركات، يجب الانتباه إلى عدم الوقوع في فخ السنوات الاستثنائية التي تؤدي إلى أرباح عالية أو ضعيفة. يجب القيام بحساب النتيجة الوسطية في السنوات السابقة، وأخذ أثر نقطة التعادل بعين الاعتبار، ومقارنة النتائج ببعضها، وعندها فقط، نستطيع التحليل على أساس موضوعي. يجب الانتباه إلى عدم التسرع في إطلاق الأحكام على وضع الشركة، من خلال بعض الحسابات، أو بعض السنوات. يفترض بالتحليل المالي للشركة، أن يكون شموليا، وأن يتضمن قراءة اقتصادية شاملة لواقع قطاع الشركة، وطبيعة فعاليتها. عندما ترتفع أسعار المواد الأولية في بعض الشركات، قد لا ينعكس الأمر فورا في انخفاض أرباحها، أو يكون التأثير بعد فترة قد تطول. مثلا، إذا ارتفعت أسعار علف الفروج، قد يتم تعويض الأرباح من خلال زيادة سعر الفروج ذاته، وذلك سيعتمد بالتأكيد على وضع المنافسين في نفس القطاع من جهة، وعلى مرونة الطلب على هذه السلعة من قبل المواطنين، (وإمكانية لجوئهم إلى استبدال هذه المادة بمواد استهلاكية مختلفة).

نستنتج أن الحسابات الموجودة في حساب النتائج، لا تتغير بشكل مستقل، وإنما ترتبط بالحسابات الأخرى في داخل الشركة، (عوامل داخلية مثل سياسة التمويل وطرق التسويق المعتمدة) كما أنها ترتبط بالمعطيات القطاعية، (وضع واستراتيجية المنافسين) وبالمعطيات العامة لمجتمع المستهلكين. بشكل عام، يهدف التحليل المالي لشرح الفروقات بين فاعلية ومردودية الشركة، ومقارنتها مع المنافسين.

يجب الانتباه أيضا، في التحليل المالي لأسباب بعض المبالغ الشاذة، التي تصادف في حسابات النتيجة. فمثلا، تعمد بعض الشركات إلى زيادة أسعار المبيع، نتيجة استباق ارتفاع أسعار المواد الأولية المستقبلي، (يتم تضمين زيادة التكلفة المستقبلية

في سعر البيع فورا). قد تقوم بعض شركات صناعة زيت الزيتون برفع سعره، فور علمها بأن موسم الزيتون سيكون سيئا، علما بأن المخزون المتوفر لديها قد لا يسوق قبل أشهر وأنها لن تشتري الزيتون قبل أشهر أيضا. ويزداد ارتفاع الأسعار المسبق حسب ندرة المواد الاستهلاكية البديلة، وحسب قوة الاحتكار. وهكذا تحقق الشركات المعنية أرباحا ضخمة من خلال مخزونها السابق فقط. ولو رغب المحلل المالي بضبط الأرباح الحقيقية للشركة، لمقارنتها مع مثيلاتها في الأعوام الأخرى، لوجب عليه تقييم المخزون بسعر السوق.

يلعب التضخم دورا كبيرا في تزييف حقيقة الأرباح. فمن جهة لا تخضع أعباء الاهتلاك للتضخم، ومن جهة أخرى تزداد الفوائد المالية على الديون بشكل سريع، وأخيرا، تستفيد الشركة من مخزون السنين السابقة، بتحقيق أرباح كبيرة[9] في فترات التضخم. كل ذلك يؤدي إلى ضرورة النظر بحذر إلى حقيقة أرباح الشركة، والتمييز بين ما هو استثنائي، وما ينجم فعلا عن طبيعة العمل الحقيقي للشركة، في السنوات المستقرة اقتصاديا.

وأخيرا نذكر بأن نتائج الشركة تتأثر كثيرا في فترات الاستثمار، وإعادة هيكلة الشركة. قد تولد هذه العمليات الكثير من النفقات الاستثنائية، غير المتعلقة بالحياة الطبيعية للشركة (فمثلا ستزيد نفقات البحث والتطوير، والنفقات العامة، والنفقات المالية، ونفقات الرواتب، وتطول فترة انتظار الأرباح، نتيجة المشاريع الجديدة). يظهر بعض هذه النفقات في الميزانية، وتظهر النفقات الأخرى في حساب النتائج، مما سيخفض بشكل حاد من مردودية وربح الشركة.

---

[9] خلال الفترات التي يسودها التضخم بقدر ما تكون المسافة الفاصلة بين الإنتاج والبيع كبيرة بقدر ما تكون استفادة الشركة من أرباح التضخم الاستثنائية كبيرة. فعندما يبلغ التضخم في السنة $n+1$ 20% مثلا تبيع الشركة مخزون السنة $n$ بسعر إضافي (أكبر مما بلغه في السنة السابقة) قدره 20% جراء التضخم لوحده.

## تحليل الفروقات

يفيد استخدام مفهوم نقطة التعادل وفرضياته، (ثبات نسبة النفقات المتغيرة إلى المبيعات) في شرح أسباب الفروقات، بين ما تتوقعه الشركة وما تحققه.

مثال: تتوقع شركة أن تصل مبيعاتها إلى 15000، ونفقاتها المتغيرة إلى 4100، ونفقاتها الثابتة إلى 3500، إلا أن ما تحقق كان مغايرا تماما، حيث وصلت هذه الأرقام بالترتيب إلى 11000 و3000 و4000. ادرس أسباب تغير الفروقات التي حدثت على أرباح الشركة.

في الجدول التالي، نبين الفروقات التي حدثت في مختلف الحسابات.

| | محقق | متوقع | الفرق | نسبة الفرق |
|---|---|---|---|---|
| مبيعات | 11000 | 15000 | 4000– | ٪26.67– |
| نفقات متغيرة | 3000 | 4100 | 1100– | ٪26.83– |
| نفقات ثابتة | 4000 | 3500 | 500 | ٪14.29 |
| ربح | 4000 | 7400 | 3400– | ٪46– |

من خلال ما توقعته الشركة، نجد أنه في حال هبوط المبيعات إلى مستوى 11000، وحسب بنية التكلفة التي توقعتها، ستنخفض النفقات المتغيرة بنفس النسبة أي:

3007 = 11000 *15000 \ 4100

أما الثابتة، فستحافظ على قيمتها أي 3500، وبالتالي فإن النتيجة المتوقعة لمبيعات 11000 تساوي 4493. وهكذا، نستطيع التمييز بين أثر تغير النتيجة الناجم عن تغير التكلفة، وأثر تغيره الناجم عن تغير المبيعات، مع المحافظة على نفس نسبة النفقات المتوقعة. نختصر ذلك بالجدول الآتي:

| | بنيـــة نفقـــات الشركة المتوقعة | الفـــرق بـــين المتوقع والمحقق | فرق التوقعات بسبب انخفاض المبيعات | مجمـــوع الفرقين |
|---|---|---|---|---|
| مبيعات | 11000 | 0 | 4000- | 4000- |
| نفقات متغيرة | 3007 | 7- | 1093- | 1100- |
| نفقات ثابتة | 3500 | 500 | 0 | 500 |
| ربح | 4493 | 493- | 2907- | 3400- |

وبالتـالي، نجــد أن تغـير بنيــة النفقـات المتوقعـة، يشــرح لنــا 15٪ مــن انخفــاض النتيجـــة (أي 493 \ 3400) ، كمـا يشــرح لنـا انخفـاض المبيعـات 85٪ الباقيـــة مـــن انخفاضـــها (أي 2907 \ 3400).

ننتقـل الآن إلى دراسـة مفـهوم أثـر الرافعـة التشـغيلية، الـذي يمكـن بواسـطته قيـاس الخطـر التجـاري.

# أثر الرافعـة التشـغيلية

يقيـس هـذا الأثـر، الخطـر التجـاري الـذي تتعـرض لـه الشـركات، ويعـبر عـن مـدى تـأثر نتيجـة الشـركة بتغـيرات حجـم مبيعاتـها. إذا أدت زيـادة طفيفـة في حجـم المبيعـات إلى زيـادة ضخمـة في نتيجـة التشـغيل، نقـول إن الشـركة تعتمـد علـى أثـر رافعـة تشـغيل مرتفعـة. أمـا إذا كـانت زيـادة نتيجـة التشـغيل أقـل مـن زيـادة حجـم المبيعات، فنقول بـأن أثـر رافعـة تشـغيل ضعيـف.

لحســاب هـــذا الأثـــر، نقـــوم بقيـــاس معـــامل أثـــر رافعـــة التشـــغيل CLE (Coefficient de levier d'exploitation) الـــذي يســمح لنـــا بدراســـة حساسـية (أو مرونـة) نتيجـة التشـغيل، بالنسـبة لحجـم المبيعـات:

$$CLE = \frac{\frac{\Delta \operatorname{Re} s_Exp}{\operatorname{Re} s_Exp}}{\frac{\Delta Q}{Q}}$$

حيث Q حجم المبيعات وRes_exp نتيجة التشغيل. بفرض cv النفقات المتغيرة لكل وحدة مباعة، وP سعر بيع الواحدة وCF النفقات الثابتة نجد:

$$Res_exp = Q(P-cv)-CF$$

بحساب التغير في نتيجة التشغيل نجد: $\Delta Res_exp = \Delta Q(P-cv)$

$$CLE = \frac{\frac{\Delta Q(P-cv)}{Q(P-cv)-CF}}{\frac{\Delta Q}{Q}} = \frac{Q(P-cv)}{Q(P-cv)-CF}$$

ويختلف تقديم أثر الرافعة التشغيلية بهذه الطريقة عن التقديم السابق لمفهوم الحساسية، من حيث كونه يعطي الحساسية انطلاقا من كمية ما، مهما كانت الكمية التالية التي ستبلغها الشركة. في هذه الحالة، تصبح الحساسية مقدارا ثابتا عند كل مستوى، ولا يعتمد إلا على الكمية التي انطلق الحساب منها، وعلى تركيبة النفقات.

يرتبط CLE بأهمية النفقات الثابتة في الشركة، حيث:

- بقدر ما تأخذ هذه النفقات حيزا ضخما من النفقات الكلية، بقدر ما تحتاج الشركة لحجم مبيعات كبير لتعويض أهمية CF. ولكن ما إن تبلغ الشركة هذه العتبة من الإنتاج فإن أي زيادة طفيفة في حجم مبيعاتها، تؤدي إلى زيادة كبيرة في نتيجة التشغيل، والعكس صحيح.
- وفي حال كانت النفقات الثابتة ضئيلة، تعوض الشركة بشكل سريع هذه النفقات وتصبح مردوديتها مقبولة، من أجل حجم مبيعات ضئيل. إلا أن

كل زيادة طفيفة في حجم المبيعات، لن تؤدي إلا لزيادة ضئيلة في نتيجة الشركة، والعكس صحيح.

**مثال**: لتكن لدينا شركة تنتج السلعة A، وشركة أخرى تنتج السلعة B بحيث:

| | سعر الواحدة | النفقات الثابتة | النفقات المتغيرة في الواحدة |
|---|---|---|---|
| A | 250 | 500000 | 200 |
| B | 250 | 800000 | 210 |

المطلوب حساب عتبة مردودية A وB (أي نقط التعادل)، وحساب أثر الرافقة التشغيلية، من أجل حجوم الإنتاج الآتية: 5000 و18000 و24000 و30000.

نقطة تعادل A = 10000

نقطة تعادل B = 20000

بالنسبة لأثر الرافقة التشغيلية، يمكننا حسابه إما بتطبيق المعادلة السابقة الذكر أو من الجدول الآتي:

| | كمية | مبيعات | نفقات ثابتة | نفقات متغيرة | نفقات كلية | نتيجة تشغيل | CLE |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| A | 5,000 | 1,250,000 | 500,000 | 1,000,000 | 1,500,000 | -250,000 | -1.0 |
| | 10,000 | 2,500,000 | 500,000 | 2,000,000 | 2,500,000 | 0 | |
| | 18,000 | 4,500,000 | 500,000 | 3,600,000 | 4,100,000 | 400,000 | 2.3 |
| | 24,000 | 6,000,000 | 500,000 | 4,800,000 | 5,300,000 | 700,000 | 1.7 |
| | 30,000 | 7,500,000 | 500,000 | 6,000,000 | 6,500,000 | 1,000,000 | 1.5 |
| | | | | | | | |
| B | 5,000 | 1,250,000 | 800,000 | 1,050,000 | 1,850,000 | -600,000 | -0.3 |
| | 18,000 | 4,500,000 | 800,000 | 3,780,000 | 4,580,000 | -80,000 | -9.0 |
| | 20,000 | 5,000,000 | 800,000 | 4,200,000 | 5,000,000 | 0 | |
| | 24,000 | 6,000,000 | 800,000 | 5,040,000 | 5,840,000 | 160,000 | 6.0 |
| | 30,000 | 7,500,000 | 800,000 | 6,300,000 | 7,100,000 | 400,000 | 3.0 |

نلاحظ كما ذكرنا، أن CLE للشركة ذات النفقات الثابتة الأعلى، أكبر من CLE للشركة ذات النفقات الأدنى. يبرر صغر هذه النفقات وصول الشركة A إلى عتبة مردوديتها (10000) قبل الشركة B. وعند تحليل CLE نجد أنه عند الحجم 24000 مثلا، ستؤدي زيادة (نقصان) حجم مبيعات الشركة B بنسبة 1٪ إلى زيادة (نقصان) النتيجة بنسبة 6٪. أما بالنسبة للشركة A فإن زيادة (نقصان) حجم المبيعات عند العتبة 24000 بنسبة 1٪، سيؤدي إلى زيادة (نقصان) النتيجة بنسبة 1.7٪.

<u>نتيجة</u>: كلما زادت النفقات الثابتة، كلما زاد أثر رافعة التشغيل CLE، وهذا ما يؤدي إلى تضخيم الخطر التجاري في الشركة. يشرح لنا هذا الأمر أهمية التسويق، وزيادة المبيعات في الشركات الضخمة، ذات النفقات الثابتة الكبيرة (لأن أي انخفاض طفيف في حجم المبيعات، سيؤدي إلى تخفيض نتيجة التشغيل بشكل كبير).

بناء على مفهوم نقطة التعادل، ومفهوم رافعة التشغيل، نستطيع أن نقول، أنه ليس من مصلحة الشركات ذات الفعالية الفصلية زيادة حجم نفقاتها الثابتة، (عن طريق زيادة الاستثمارات)، لأن ذلك سيرفع من عتبة مردوديتها، وسيؤثر سلبا على نتيجة التشغيل في فترات الكساد. يجب على هذه الشركات، البحث عن أفضل مرونة ممكنة لتركيبات النفقات، لأن ذلك سيسمح لها بالسيطرة الجيدة على مستوى مردوديتها طوال السنة. ومن هنا نجد لجوء الشركات، (حيال هذا النوع من الفعاليات الفصلية غير المستقرة مثل البناء والمكيفات

وغيرها) إلى التعاقد الفرعي (Sous-traitance) مع شركات إنتاج مختصة من أجل التخلص من خطر زيادة نفقاتها الثابتة.[10]

من جهة أخرى ينصح في القطاعات أو الفعاليات ذات الفصلية الشديدة، والتي تحتاج إلى مصادر مالية كبيرة (أي نفقات ثابتة عالية)، بالتركيز على التمويل بالأموال الخاصة وذلك للتخفيف من نفقاتها الثابتة، وكذلك للتخفيف في حال تراجع الفعالية من أثر الرافعة المالية عليها، (سنشرح لاحقا هذا الأثر).

وهكذا نجد أن مفهوم نقطة التعادل، يربط استراتيجية الشركة المالية باستراتيجيتها الصناعية، (أو التشغيلية). ففي حالة الركود الاقتصادي في الشركة سيكون من مصلحة الشركة تخفيض مستوى نقطة تعادلها، وذلك عن طريق التمويل بالأموال الخاصة وتخفيض اللجوء إلى الديون، التي تؤدي كما ذكرنا إلى رفع مستوى نقطة التعادل، (بسبب رفعها لمنسوب النفقات الثابتة). أما عند الانتعاش الاقتصادي فسيكون من مصلحة الشركة الشروع باستثمارات جديدة، (ترفع من مستوى نقطة التعادل) واللجوء بشكل مدروس (أي مع الاحتفاظ بهامش أمان مقبول) إلى الديون التي ستزيد أيضا من مستوى نقطة التعادل.

إذا كانت الشركة في مستوى أقل من مستوى نقطة تعادلها، (أي أنها خاسرة)، فيجب عليها استعادة مردوديتها. لبلوغ ذلك تنفتح أمامها الخيارات الآتية، التي يمكن استنتاج بعضها من علاقة نقطة التعادل $Q = \frac{CF}{P - cv}$ :

[10] قد يؤدي التعاقد الفرعي إلى خلق مشاكل جديدة متعلقة بالإخلال بشروط التعاقد (جودة، زمن...) مما يفقد الشركة جزءا من زبائنها ويحملها أعباء إضافية. وهذا ما يدفع بالكثير من الشركات في الدول النامية إلى غض النظر عن مثل هذه الحلول والاعتماد على ذاتها فقط وتحمل أخطار إضافية.

- **زيادة مبيعاتها**: لا يمكن للشركة زيادة مبيعاتها، إلا إذا توفرت لديها القوة الاستراتيجية الحقيقية الكافية في السوق. وإن لم تتوفر، فإنها ستواجه مشكلة الهروب باتجاه الأمام لأن زيادة الفعالية (أي زيادة كمية البيع عن طريق توظيف مندوبي مبيعات، مضاعفة الدعاية...) على حساب المردودية، قد تسمح لفترة بالشعور بأن الشركة تتقدم. ولكن هذا الوهم سيتلاشى فور ظهور مشاكل الخزينة، بعد فترة قصيرة.
- **تخفيض مستوى نقطة تعادلها**: تخفيض مستوى نقطة التعادل، يعني إعادة هيكلة البنية الصناعية والتجارية للشركة، (تحديث الأدوات أو تخفيض الطاقة الإنتاجية أو تخفيض النفقات العامة..). وقد يكمن الخطر في حال الاعتقاد بأن تخفيض مستوى فعالية الشركة، سيؤدي بالضرورة إلى تخفيض نقطة التعادل. ولكن غالبا ما يحدث عكس الهدف المرجو. فقد يكون تخفيض الفعالية أكبر مما ينبغي، مما يضع الشركة في مستوى أقل من نقطة التعادل الجديدة. يؤدي ذلك إلى ضرورة تخفيض مستواها مجددا، وتدخل الشركة في الحلقة المعيبة.
- **زيادة هوامشها**: زيادة الهوامش، تعني اللجوء إلى أساليب الإدارة المثلى، في تحسين تنافسية المنتجات الواعدة، وفي التخلص من المنتجات القليلة، أو العديمة الربح. ترتبط الكثير من الشركات بمنتجات كانت السبب في نموها البدئي وتنسى ضرورة الاحتفاظ بالنظرة المالية لطبيعة عملها. بمعنى آخر لا تنتبه إلى ضرورة المقارنة بين قيمة الموجودات الاقتصادية والسوقية.

بعد شرحنا لمفهوم نقطة التعادل، وأثر الرافعة التشغيلية ننبه إلى المعوقات التي تحد من الاعتماد المطلق عليهما، في الإدارة المالية للشركة. يمكن عرض هذه المعوقات من خلال تحليل الفرضيات، التي قام على أساسها كل من هذين

المفهومين. فقد افترضنا أنه، مهما تغيرت المبيعات، فإن النفقات الثابتة تبقى ثابتة والمتغيرة، تحافظ على نفس النسبة من المبيعات. ولكن هذه الفرضيات غير صحيحة في الحياة العملية إذ أن زيادة حجم المبيعات، قد تؤدي إلى تخفيض السعر، كما قد تختلف نسبة النفقات المتغيرة بشكل متفاوت، من حجم مبيعات إلى آخر. وكنا قد افترضنا أننا قد استطعنا التمييز بشكل كامل بين النفقات الثابتة والمتغيرة إلا أنه يصعب من خلال الحياة العملية بلوغ هذا التمييز المطلق. من جهة أخرى افترضنا أن الشركة تنتج سلعة وحيدة إلا أن الواقع يقول بأن أغلب الشركات تقوم بإنتاج سلع عديدة. وهذا ما يستلزم حساب نقطة تعادل لكل سلعة (مع فرض ثبات معطيات السلع الأخرى وهو فرض بعيد عن الواقع). وتعتمد حسابات نقطة التعادل على معطيات من الماضي وهذا ما يحد من موضوعية المقارنة مع معطيات المستقبل المشوبة بالعشوائية. وبالرغم من كل هذه المعوقات تبقى المفاهيم السابقة عملية ومفيدة في الحصول على مؤشرات تخدم أهداف الشركة في تحديد حجم الإنتاج على الأمد القصير، ومعرفة الربح المتوقع عند كل حجم إنتاج...

# الباب الثاني

## الإدارة المالية على الأمد القصير

بعد أن عرضنا أهم الأفكار المتعلقة بالميزانية وحساب النتائج، وتطرقنا بإيجاز لأهم مجاميعها، سنحاول في الفصول القادمة، أن نشرح بعض المفاهيم الأساسية في الإدارة والتحليل الماليين، وسيكون تركيزنا بشكل كبير، على الإدارة المالية للأنشطة والعمليات والتدفقات القصيرة الأمد، ونترك الأفكار المتعلقة بما هو طويل الأمد لكتابنا القادم، المشار إليه في المقدمة.

في البداية، سنشرح مفهوم النسب المالية، وأهم أنواعها (فصل 1.II)، ثم ندرس أساليب التعامل مع عناصر الحاجة لرأس المال العامل (فصل 2.II)، وكذلك جداول التمويل التقليدية (فصل 3.II)، لننهي أخيراً، هذا الكتاب بدراسة تدفقات ومخطط الخزينة.

### فصل II. 1: النسب المالية

تعتبر النسب المالية من وجهة النظر التقليدية، بمثابة الأدوات الأكثر شيوعا في التحليل المالي. حتى أن أغلب المهتمين بهذا المجال، ما فتؤوا يقصرون التحليل المالي طوال الفترات السابقة، على حساب وتحليل النسب المالية.

فيما يلي، نشرح ماهية طريقة النسب المالية:

تهدف هذه الطريقة إلى تحديد عتبات أو معايير، يمكن من خلالها، الحكم على وضع وأداء شركة ما حيث تتم مقارنة قيم نسبها، مع قيم معيارية. ويمكن أن تكون القيم المعيارية لشركات تمارس نفس النشاط، (قطاع عمل الشركة)، أو لشركات معينة (منافسين نرغب بمعرفة موقع الشركة بالنسبة لهم)، أو لشركة نموذجية يفضل الاقتداء بها، أو بالنسبة لمعايير أو أهداف، تم وضعها من قبل الإدارة، وتسعى للوصول إليها.

ولكن الحقيقة لا تسمح في أغلب الأحيان بتطبيق (أو بالحصول على) هذه النسب، كمؤشرات على حسن أداء الشركة، وتطور عملها. فمن خلال الحياة العملية، نجد أنه لا يمكن تثبيت نسب معيارية محددة، للأسباب التالية:

**الفترة الزمنية المعتبرة Conjoncture**: تختلف العتبات المحددة، أو التي نعتبرها مثالية حسب ظروف الدراسة، والفترة التي تتم بها. وخير دليل على ذلك عتبات الاستدانة. ففي أوروبا، في فترة الستينات والسبعينات كان اقتصاد الديون في ذروته. ولم تكن نسب الاستدانة حينذاك محددة بشكل واضح، بل كانت شديدة المرونة. ويعود السبب في ذلك لانتشار التضخم في تلك الفترة، وبسبب النمو الكبير نسبياً والمستقر. وشكل ذلك بيئة مؤاتية لانتشار الفوائد الحقيقية السالبة، التي ساهمت في تخفيض عبء الديون مع مرور الزمن. ويُفسر ذلك مالياً بآلية الأثر الموجب للرافعة المالية (التي سنشرحها في الجزء الثاني من هذا الكتاب). ولكن في فترة الثمانينات وما بعدها، كُبح التضخم، وزادت معدلات الفائدة الحقيقية، وانخفضت مردودية الاستثمارات، مما تسبب بأثر سلبي للرافعة المالية. من خلال هذه الحقائق، نستنتج تبعية طريقة النسب المالية لعامل الزمن وطبيعة الفترة التي تتم بها الدراسة.

**عدم تجانس ظروف الشركات**: تخضع الشركات لقيود تقنية وتجارية ومالية مختلفة، مما يشكل طيفاً كبيراً من التركيبات المالية وشروطاً مختلفةً من

التوازنات المالية في كل شركة. ويؤدي ذلك إلى استحالة إيجاد نسب معيارية ثابتةٍ بالشكل المطلق.
ولكن رغم الصعوبات السابقة تبقى النسب المالية مقبولة للحصول على مؤشرات أولية لتقييم أداء الشركات والاطلاع الأولي على أوضاعها. وتعتمد النسب على المعلومات القادمة من الميزانية وحساب النتيجة. وباستخدام نسب الحسابات المختلفة الواردة في هذه الجداول أو نسب مجاميعها نتعرف على مجموعة من الخصائص المهمة للتحليل المالي. وتبعاً للخصائص التي تزودنا بها نستطيع تقسيم النسب المالية للمجموعات الآتية التي سنذكر من خلالها بعضاً من أهم النسب المتعارف عليها في التحليل المالي:

# النسب البنيوية

## النسب البنيوية المتعلقة بالموجودات

وتهتم هذه النسب بتركيبة أصول الشركة المستخدمة في نشاطها، كما تسمح بإبراز مختلف العوائق التقنية والاقتصادية والقانونية المؤثرة عليها. ويمكن على الأغلب، معرفة القطاع الذي تنتمي إليه الشركة، من خلال نسب بنية موجوداتها.
تعتبر عملية تقديم الموجودات كنسب مئوية من مجموعها، من أبسط قواعد حساب النسب التقليدية. وبرغم بساطتها، إلا أنها تسمح باستقراء سريع لتركيبة الموجودات وأهمية كل مجموعة فيها، (ثابتة، متداولة، سيولة، مالية،...). كما تسمح مقارنة هذه النسب لعدة سنوات، باستقراء سريع لكيفية تطور الشركة. وقد يكون من المفيد التذكير ببعض أهم النسب، التي يتم التركيز عليها في التحليل المالي الساكن:

**النسبة م1 =** وزن الموجودات الثابتة المادية الصافية

= الموجودات الثابتة المادية الصافية \ مجموع الموجودات

وتسمح هذه النسبة باستقراء درجة الاعتماد على عوامل الإنتاج الرأسمالية. فعندما نتعرض لدراسة شركات التصنيع الثقيل، أو التي تحتاج لبنى إنتاجية كبيرة (مباني، آلات،..) نجد أن النسبة م1 مرتفعة جداً، بعكس الشركات التجارية الصغيرة أو شركات التوزيع، أو الخدمات. ومن هنا نجد تعلق هذه النسبة بأهمية القيود التقنية والاقتصادية، التي تمليها طبيعة نشاط الشركة. وأما القيود القانونية، فتلعب دوراً مهماً في تغير هذه النسبة، من خلال سياسة الاهتلاك المعتمدة أو المصرح بها للشركة، فضلاً عن إمكانية الاعتماد على التمويل بالتأجير (Crédit bail-Leasing)، بالإضافة إلى التسهيلات التي تسمح بها القوانين، في استخدام سياسات التعاقد الفرعي، أو الاعتماد على الاستئجار (حسب شروطه) وغيرها.

**النسبة م2 =** وزن الموجودات الثابتة المالية

= الموجودات المالية \ مجموع الموجودات

تعبر النسبة م2 عن أهمية التداخلات المالية بين الشركة المعنية وأقرانها من خلال عمليات الامتلاك أو المشاركة في رأس المال أو الاعتماد على الاستثمارات في المحافظ المالية. ويلاحظ انخفاض هذه النسبة في أغلب الشركات الصغيرة، وارتفاعها تدريجياً مع توسيع طيف نشاطات الشركة ومساهمتها في البنية المالية لشركات أخرى، وتبلغ عادة م2 ذروتها في حالة الشركات القابضة Holding التي تهتم أساساً بإدارة محافظ المشاركات المالية المختلفة.

**النسبة م3 =** وزن المخزون

= المخزون \ مجموع الموجودات

تختلف أهمية هذه النسبة حسب القيود التقنية والاقتصادية المفروضة على الشركة. فقد تكون معدومة في بعض الشركات، ذات الفعالية الخدماتية والاستشارية. ولكنها قد تصبح مهمة جداً في حالة شركات الإنتاج، حيث تكبر النسبة بشكل مطرد مع طول فترة الإنتاج وتعدد مراحلها. وكذلك الأمر، بالنسبة لشركات التوزيع، حيث يكون المخزون الجزء الأهم من نشاطها.

وننبه إلى أن أهمية هذه النسبة، تختلف حسب فصلية الإنتاج والظروف البيئية (كساد أو رواج)، وكذلك حسب عوامل المضاربة.

**النسبة م4** = وزن الزبائن

= الزبائن \ مجموع الموجودات

وتعكس هذه النسبة العرف القائم في القطاع بخصوص التسديد، وتتعلق بطول المهلة المسموحة للزبائن. وتضعف أهمية هذه النسبة في أغلب الشركات، التي يتم التعامل المباشر بينها وبين الزبائن، (خاصة المستهلكين النهائيين). ففي تجارة المفرق غالبا ما يتم التسديد نقدا. أما فيما بين الشركات فقد جرت العادة على الموافقة على فترة إمهال تزداد أو تنقص حسب أهمية الزبون، وطبيعة القطاع، وظروف النوم الاقتصادي. وجدير بالذكر، ضرورة التمييز بين أهمية م4 باستخدام الميزانية المحاسبية، وتلك الناجمة عن الميزانية المالية (بعد دمج الأوراق المخصومة غير المستحقة، التي تستبعد عادة في المنظور المحاسبي).

**النسبة م5** = وزن المتاح (أو النقدية)

= المتاح \ مجموع الموجودات

تعبر م5 عن هامش حرية الشركة في التعامل مع الخزينة، فزيادة أو نقصان م5 من سنة لأخرى، تدل على كيفية تطور الوضع المالي للشركة. ولكن الاعتماد على هذه النسبة محفوف بالمخاطر، فكما نعلم تتغير السيولة المتاحة بشكل كبير خلال أيام. وقد يؤمن الاعتماد الدائم على السيولة الكبيرة توازنا ماليا، ولكنه يجمد الكثير من المصادر غير

المنتجة. لذلك فإن اكتشاف سيولة منخفضة أو وفيرة، يختلف من شركة لأخرى ومن فترة زمنية لأخرى.

## النسب البنيوية المتعلقة بالمطاليب (الخصوم)

كنا قد أشرنا إلى إمكانية معرفة القطاع الذي تنتمي إليه الشركة، من خلال نسب بنية موجوداتها. ولكن، من المفيد جداً التعرف على سياستها التمويلية، ومن هذا المنطلق تأتي أهمية النسب في هذه الفقرة، حيث تساعد في تقدير استقرار واستقلالية المصادر التمويلية المتاحة. ونعني بالاستقرار، إمكانية الاعتماد على مصادر طويلة الأمد وأما الاستقلالية، فنحصل عليها من خلال زيادة الموارد المالية الخاصة مقارنة بالديون.

### نسب الاستقرار المالي

يمكننا أن نستدل على هذا الاستقرار، من خلال هاتين النسبتين المتكافئتين:

النسبة خ1 = وزن رؤوس الأموال الدائمة

= رؤوس الأموال الدائمة \ مجموع الخصوم

النسبة خ2 = 1−خ1 =

= الديون القصيرة الأمد \ مجموع الخصوم

ويمكننا الاستدلال من خلال هاتين النسبتين، على درجة الاعتماد على المصادر التمويلية الطويلة الأمد. ولكن يجب الانتباه عند التعامل مع هذه النسبة، إلى مجموعة من الملاحظات:

يفضل البعض وضع الاهتلاكات في جانب الخصوم، ووضع القيم الإجمالية للموجودات الثابتة. ويظهر من خلال ذلك، أثر أعباء الاهتلاك في تكوين التمويل الذاتي للشركة. وقد يكون ذلك مبررا ضمن منظور التحليل الاقتصادي لفعالية

الشركة. ولكن كما نعلم، يستخدم التمويل الذاتي في تمويل نشاط الشركة في كل سنة. وهذا ما يدفعنا للتحذير من الاعتماد على المتراكم منه على مر السنين، عند تقييم تركيبة المصادر التمويلية للشركة.

عند حساب رؤوس الأموال الدائمة، نتوقف لبيان طريقة التعامل مع المؤونات الظاهرة في الميزانية. وهنا نميز بين المؤونات التي من المحتمل استخدامها على الأمد القصير، وتلك المستقرة والتي لا نعتقد بإمكانية استخدامها إلا بعد فترة تتجاوز السنة. من هذا المنطلق نضع النوع الثاني فقط، بين مصادر التمويل الطويلة الأمد. عند غياب التفصيل في طبيعة المؤونات يستدعي مبدأ الحذر، وضعها بالكامل ضمن المصادر القصيرة الأمد. وبالمقابل عند ظهور مؤونات قصيرة الأمد بشكل دوري ومتجدد فإننا ننصح بوضعها ضمن المصادر الدائمة. ونطبق هذه الفكرة الأخيرة على جميع المصادر القصيرة الأمد، (المصرفية والخزينية)، ذات الطبيعة المتجددة سنويا (مع التحفظ على ظروف التجديد: هل هي تلقائية أم تستدعي في كل مرة إعادة النظر في إمكانية تجديدها، باختصار، يجب معرفة درجة استقرارها).

## نسب الاستقلالية المالية

تنتج الاستقلالية المالية من خلال تخفيف الاعتماد على أموال الغير. ولقياس الاستقلالية الإجمالية، قد نلجأ لحساب إحدى هاتين النسبتين المتكافئتين:

**النسبة خ3 = رؤوس الأموال الخاصة \ مجموع الخصوم**

**النسبة خ4 = الديون \ مجموع الخصوم = 1– خ3**

وقد يكون من الصعب الاعتماد على نتائج هاتين النسبتين، نظرا لعدم انسجام مكوناتهما، حيث تم دمج القصير الأمد مع الطويل الأمد، والمالي مع التشغيلي.

لذلك فقد يكون من المفيد اللجوء لنسب الاستقلالية المستديمة (à terme)، والتي تعطي نفس الاستنتاجات:

**النسبة خ5** = رؤوس الأموال الخاصة \ رؤوس الأموال الدائمة

**النسبة خ6** = الديون الطويلة والمتوسطة الأمد \ رؤوس الأموال الدائمة = 1−خ5

**النسبة خ7** = رؤوس الأموال الخاصة \ الديون الطويلة والمتوسطة الأمد

**النسبة خ8** = الديون الطويلة والمتوسطة الأمد \ رؤوس الأموال الخاصة = 1\خ7

وتعتبر النسبة خ8 الأكثر استخداما، وهي التي تدخل في تطبيق أثر الرافعة المالية. وتشير خ8 على درجة اعتماد الرفع المالي في الشركة. كما تسمح بتقدير القدرة على الاستدانة فكلما اقتربت من 1 أصبحت الاستدانة أصعب بكثير مما لو كانت قيمة خ8 ضعيفة أو صفرا. ولكن ذلك لا يمنع من وجود شركات خاصة وقطاعات معينة، تتمكن من استدانة مبالغ تفوق قيم أموالها الخاصة.

**<u>مثال:</u>** ليكن لدينا الميزانية المبسطة الآتية:

| الأصول | | المطاليب | |
|---|---|---|---|
| مجموع الأصول | 140 | الأموال الخاصة | 100 |
| | | الديون الكلية | 40 |

في هذه الحالة، تصل خ8 إلى 40٪. وهذا يعني أن المقرضين قدموا مقابل أصول بقيمة 140 قروضا بنسبة 29٪. وبالتالي لو قبلنا التقييم الموجود لأصول وخصوم الشركة فإننا نقول بأن أصول الشركة يمكن أن تنخفض بنسبة 71٪، قبل أن يعتبر المقرضون خاسرين. وتزيد هذه النسبة وتنقص، بحسب قطاع عمل الشركة، وفصلية إنتاجها، ومستوى سيولتها...

# نسب التوازن المالي (تركيبة الموجودات والمطاليب)

من خلال الدراسة التقاطعية للموجودات، والمطاليب، تسمح هذه النسب بالتعرف على شروط الانسجام بين مصادر التمويل التي توفرت، والاستخدامات التي تم تمويلها. ولدراسة التوازن المالي، نقوم بفصل العناصر الطويلة الأمد عن القصيرة الأمد في الميزانية.

## نسب الأرصدة الطويلة الأمد (أعلى الميزانية)

تفيد هذه النسب ببيان إمكانية تمويل الاستثمارات (الأصول الثابتة) بمصادر دائمة أم لا وكذلك بمعرفة طرق تمويلها بمصادر خاصة، أم بأموال الغير. لذلك نستخدم النسبتين التاليتين:

النسبة ت1 = رؤوس الأموال الدائمة \ الموجودات الثابتة الصافية

النسبة ت2 = رؤوس الأموال الخاصة \ الموجودات الثابتة الصافية

تبين ت1 طريقة تمويل الموجودات الثابتة الصافية. فعندما تزيد عن الواحد، نستنتج أن رأس المال العامل الصافي موجب، وأنه لم نكتف فقط بتمويل دائم للموجودات المذكورة، وإنما استخدمنا المصادر المستقرة لتمويل الموجودات المتداولة، (الدوارة) أيضا. ونستخدم ت2 للدلالة على درجة استقلالية الشركة في تمويل استثماراتها.

## نسب الأرصدة القصيرة الأمد (أسفل الميزانية)

نستخدم هذه النسب لإظهار التوازن المالي في الشركة، حيث نواجه الموجودات القصيرة الأمد (حسب سيولتها)، بالمطاليب القصيرة الأمد. فنحصل بالتالي، على مدى التوازن بين السيولة الكامنة، والمطاليب الكامنة على الأمد القصير.

## نسب السيولة

تمثل السيولة إمكانية تحويل الأصل إلى وحدات نقدية "سائلة". يتضمن هذا المصطلح مفهومين:

- الزمن اللازم لتحويل الأصل إلى وحدات نقدية.
- التأكد من السعر الذي سيتحول به هذا الأصل إلى نقد.

من هذا المنطلق نقول أن ديون الزبائن أكثر سيولة من المخزون، وأن الأموال في المصرف أو الصندوق أكثر سيولة من الزبائن. وقد يتبين عند التشخيص، أن بعض الشركات قادرة على الوفاء بالتزاماتها، ولكن سيولتها ضعيفة. لذلك تهدف نسب السيولة، لتقييم قدرة الشركة على تسديد ديونها القصيرة الأجل. فيما يلي أهم هذه النسب:

**النسبة ت3 = الموجودات الدوارة \ الديون القصيرة الأمد**

كلما زادت هذه النسبة عن الواحد، نستنتج أن الشركة قادرة على الالتزام بتسديد ديونها القريبة، (في الحقيقة، زيادة ت3 عن 1 تدل على استخدام الشركة لـFR موجب، مما يدل على فائض في السيولة عن المستحقات، وبالتالي، فإن في ذلك مؤشر على توازن مالي). وبفرض أن متوسط هذه النسبة في قطاع عمل الشركة = 3، وأن النسبة التي حققتها الشركة 2.5، قد يكون من المفيد البحث عن تفسير هذا التقصير. ولكن الاعتماد على سيولة المخزون أمر مشكوك في صحته، لذا ينصح بنسبة السيولة المخفضة أو النسبية:

**النسبة ت4 = (الموجودات الدوارة – المخزون) \ الديون القصيرة الأمد**

**= (الزبائن + المتاح) \ الديون القصيرة الأمد**

تسمح ت4 بتقدير أفضل لقدرة الشركة على تغطية الاستحقاقات القصيرة الأمد. يصعب إيجاد معيار جيد لمقارنة هذه النسبة معه، و اعتماد هذه النسبة يكافئ اعتبار الشركة في وضع الإفلاس والتصفية، ولكن تبقى مقارنته من سنة لأخرى

مفيدة. فضلا عن ذلك، نعود إلى مشكلة تقييم الزبائن، (سياسة ائتمان مبالغ بها، تؤدي إلى زيادة الذمم، و كذلك الديون المشكوك بتحصيلها) وتأثير ذلك على مصداقية النسبة.

وقد يقوم البعض باستخدام نسبة الخزينة الفورية ت5:

**النسبة ت5 = المتاح \ الديون القصيرة الأمد**

وتقيس هذه النسبة القدرة على الوفاء الفوري بالاستحقاقات من الديون القصيرة الأمد، وذلك عن طريق اللجوء إلى السيولة المتوفرة في الصندوق أو المصرف. ولكن استخدام هذه النسبة محدود، نظرا لقصوره وعدم صلاحيته من المنظور العملياتي. فكلما زادت ت5، نستدل على وجود أرصدة مجمدة غير منتجة. كما أن الاكتفاء بها لا يسمح باستقراء عدم سيولة بقية الأصول المتداولة، وبالتالي، فإن ذلك لا يسمح باستقراء القدرة على الوفاء بالالتزامات. فضلا عن ذلك، فقد يستدل من انخفاض ت5 رغبة الشركة بعدم الإبقاء على أصول غير منتجة، مما قد يخفض ظاهريا من السيولة، ولكنه يفيد في زيادة القدرة على الوفاء بالالتزامات.

## نسب الدوران

تقوم هذه النسب بمقارنة الرصيد الموجود بالميزانية، مع التدفقات الناجمة عن نشاط الشركة. فهي تقيس سرعة أو فترة الدوران لبعض عناصر نشاط التشغيل في الشركة، مثل المخزون والزبائن والموردين. وهي تعكس بطريقة غير مباشرة، درجة سيولة المخزون أو الزبائن، كما أنها تقيس استحقاق الديون، بشكل سريع، أم لا.

قد يلجأ البعض إلى نسب إجمالية، تقيس قدرة الشركة على الاستفادة من إجمالي الأصول التي تستخدمها، أو من إجمالي الأموال الخاصة التي حققتها في المطاليب. وبذلك نجد النسبتين التاليتين:

**النسبة د1** = المبيعات \ مجموع الأصول

**النسبة د2** = المبيعات \ رؤوس الأموال الخاصة

فلو تساوت د1 مع الواحد، قلنا أنه تم دوران الأصول مرة واحدة لتحقيق المبيعات.

ولكن من الأفضل دوما اللجوء إلى النسب الدقيقة، التي تتناول، إما سرعة دوران كل من المخزون والزبائن والموردين، أو فتراتها.

**النسبة د3=** [(مخزون المواد الأولية) \ (مشتريات المواد الأولية)] x Z، حيث Z تساوي 1 أو 12 أو 360، وذلك حسب الرغبة في قياس الفترة الوسطية لتخزين المواد الأولية، بالسنة أو الأشهر أو الأيام.

**النسبة د4=** [(مخزون البضاعة الجاهزة)\(وسطي مشتريات البضاعة الجاهزة اليومية )] Z x

حيث Z تساوي 1 أو 12 أو 360، وذلك حسب الرغبة في قياس الفترة الوسطية لتخزين البضاعة الجاهزة، بالسنة أو الأشهر أو الأيام.

**النسبة د5=** [(مخزون البضاعة الجاهزة)\(وسطي تكلفة المبيعات اليومية )] Z x

حيث Z تساوي 1 أو 12 أو 360، وذلك حسب الرغبة في قياس الفترة الوسطية لتخزين البضاعة المنتهية، بالسنة أو الأشهر أو الأيام.

**النسبة د6** = [(مخزون بضاعة نصف مصنعة)\(وسطي الإنتاج اليومي بسعر التكلفة)] Z x،

حيث Z تساوي 1 أو 12 أو 360، وذلك حسب الرغبة في قياس الفترة الوسطية لتخزين البضاعة نصف المصنعة، بالسنة أو الأشهر أو الأيام.

بشكل عام يتم اللجوء إلى هذه النسب، من أجل تحديد فترات التخزين الوسطية لمجمل أنواع المخزون، أو لكل نوع من أنواعه، (بضاعة جاهزة، مواد أولية، مواد نصف مصنعة، بضاعة منتهية).

ننبه إلى أن البعض يفضل أحيانا، استخدام تكلفة المبيعات، ولكن عدم توفر المعلومات اللازمة لذلك، يستدعي أحيانا، اتخاذ الاستهلاك بديلا عنه.

**النسبة د7** = [( زبائن) \ المبيعات ] Z x،

حيث Z تساوي 1 أو 12 أو 360، وذلك حسب الرغبة في قياس فترة تأجيل تسديد الزبائن الوسطية، بالسنة أو الأشهر أو الأيام.

**النسبة د8** = [( موردين) \ مشتريات ] Z x،

حيث Z تساوي 1 أو 12 أو 360، وذلك حسب الرغبة في قياس فترة الإمهال الوسطية التي يوافق عليها الموردون، بالسنة أو الأشهر أو الأيام.

ونذكر بأن مقلوب كل من النسب السابقة، يفيد في حساب عدد مرات الدوران.

# نسب الإنتاجية

**النسبة ج1** = مبيعات \ عدد العمال الوسطي

**النسبة ج2** = قيمة مضافة \ عدد العمال الوسطي

**النسبة ج3** = الإنتاج \ عدد العمال الوسطي

**النسبة ج4** = مجموع نفقات الرواتب \ عدد العمال الوسطي

# نسب فاعلية (أداء) الشركة

نحصل على نسب الأداء، من خلال مقارنة مؤشر نتيجة معينة مع مؤشر تدفق إجمالي للنشاط، أو مع قيمة الوسائل التي استخدمت في تحقيق هذه النتيجة. فعند المقارنة مع التدفقات، نقول أننا نتعامل مع نسب هامشية، أو حدية. وعندما نقارن مع قيمة الأصول المستخدمة في توليد النتيجة المعنية، نقول إننا نتعامل مع نسب مردودية.

## النسب الحدية

نستخدم هذه النسب، لتقييم استفادة الشركة من نشاطها. وبناء عليه، فإننا نتبنى النسب التالية، فيما يتعلق بالتشغيل:

**النسبة ح1** = الهامش التجاري \ رقم الأعمال

**النسبة ح2** = القيمة المضافة \ رقم الأعمال

**النسبة ح3** = فائض التشغيل الإجمالي \ رقم الأعمال

**النسبة ح4** = النتيجة الاقتصادية \ رقم الأعمال

أما بالنسبة لمجمل نشاطات الشركة فإننا نتبنى النسب التالية:

**النسبة ح5** = القدرة على التمويل الذاتي \ رقم الأعمال

**النسبة ح6** = النتيجة الصافية \ رقم الأعمال

## نسب المردودية

تقوم هذه النسب بمقارنة مؤشر نتيجة ما، مع تقييم ما لرأس المال الاقتصادي الذي استخدمته الشركة في نشاطها. ونميز في رأس المال الاقتصادي عدة أنواع منها <u>رأس المال الاقتصادي التشغيلي، الذي يساوي مجموع الموجودات المستخدمة في التشغيل، مضافا إليها الحاجة لرأس المال العامل التشغيلية.</u>

**النسبة ح7** = فائض التشغيل الإجمالي \ رأس المال الاقتصادي التشغيلي.

وبغياب المعلومات الكافية، قد يكتفي البعض بالنسبة التالية، التي تسمى عادة مردودية الأصول Return on assets

**النسبة ح8** = النتيجة الاقتصادية \ مجموع الأصول

وتعتبر هذه النسبة أكثر دقة من النسبة التالية:

**النسبة ح9** = النتيجة الصافية \ مجموع الأصول

وهناك من يفضل البحث عن **فاعلية الشركة**، أو عن تقييم قدرتها على استخدام ما لديها من طاقات. لذلك يتم قياس نسب دوران الأصول في المبيعات:

**النسبة ح10** = رقم الأعمال \ مجموع الأصول

**النسبة ح11** = رقم الأعمال \ رأس المال الاقتصادي

وهناك من يذهب باتجاه تفصيل أكبر، فيقيس النسب الآتية:

**النسبة ح12** = نسبة دوران الأصول الدوارة = رقم الأعمال \ الأصول الدوارة

**النسبة ح13** = نسبة دوران الأصول الثابتة[1] (إسهام وحدة الأصول الثابتة في المبيعات) = رقم الأعمال \ الأصول الثابتة

**النسبة ح14** = نسبة دوران رؤوس الأموال الخاصة = رقم الأعمال \ رؤوس الأموال الخاصة

وعند الرغبة في قياس مردودية الأموال التي تم استثمارها من قبل مالكي الشركة نلجأ للنسبة التالية:

**النسبة ح15** = المردودية المالية Return on investment or equity

= النتيجة الصافية \ رؤوس الأموال الخاصة

---

[1] تفيدنا الميزانية المالية، بأخذ الموجودات الممولة بالاستئجار، بعين الاعتبار

## نسب التغطية

تـهدف هـذه النسـب لمعرفـة قـدرة الشـركة علـى سـداد نفقاتـها المعتـادة، ونـأخذ مثـالا عليها قدرة الشـركة علـى تغطيـة نفقاتـها الماليـة.

**النسـبة غ1** = نسـبة تغطيـة النفقـات الماليـة = الربـح الإجمـالي (قبـل الفوائـد والضريبة) \ النفقات المالية

وتـزداد هـذه النسـبة مـع كفـاءة الإدارة، ومردوديتـها، وقدرتـها علـى الاقـتراض بفوائـد منخفضة...

وهناك نسب أخرى للتغطية، نذكر منـها نسـبة تغطيـة النفقـات الثابتـة، الـتي تظـهر في المخرج، مقابل إضافة الإيجارات إلى الربح الإجمالي في الصورة.

## نسب البورصة

وأهم هذه النسب هي:

**النسبة س1** = الحصـة الموزعـة لكـل سـهم \قيمـة السـهم

بالضرب بعـدد الأسـهم نجـد أن:

س1 = إجمـالي الحصـص الموزعـة \ الرسملـة البورصويـة

وتبـين هـذه النسـبة مـردود القيـم الماليـة للمسـتثمر. إلا أن الأهميـة الكـبرى تعطـى للنسبة التاليـة، الـتي تـأخذ بعـين الاعتبـار التوقعـات المسـتقبلية.

**النسبة س2**= سعر السهم على ربحيته Price-Earning Ratio=

قيمة السهم السوقية \ مردودية السهم

بالضرب بعـدد الأسـهم نجـد أن:

س2 = (Price Earning Ratio: PER) = الرسملـة البورصويـة \ الربـح

وهذه النسبة ليست سوى مقلوب معدل المردودية، (الربح\القيمة البورصوية للشركة). وتعكس س2 طبيعة التوقعات التي يبديها السوق تجاه الشركة. فعندما يقل PER عن وسطي السوق فإننا نستقرئ معدل مردودية ضعيفة على الأمد القصير. ولكنه يدل في نفس الوقت، على أن المستثمرين مستعدين للاستثمار في السهم المعني نظرا لقناعتهم بأنه رابح على الأمد البعيد، مقارنة ببقية الأسهم المسعرة في السوق.

**النسبة س3** – نسبة مساهمة الوسطاء الماليين.

= قيمة أسهم الوسطاء \ قيمة الأسهم الكلية

تعتبر زيادة هذه النسبة، بمثابة مؤشر على قرب القيمة الاقتصادية من القيمة السوقية (نظرا لكفاءة المؤسسات المالية، مثل المصارف وشركات التأمين في الإدارة)، وبالتالي هناك أمل ضعيف في تحقيق ريع إضافي، (عن الأسهم)، في حال البيع.

## النسب التركيبية

يقوم البعض ببناء نسب مركبة، بالاعتماد على النسب السابقة. نذكر منها:

تركيب1 = ح15= النتيجة الصافية \ رؤوس الأموال الخاصة =

النتيجة الصافية\رقم الأعمال * رقم الأعمال \رؤوس الأموال الخاصة = ح6 *ح14

نفسر هذا التركيب بقولنا أن المردودية المالية ح15، تساوي حاصل ضرب النسبة الحدية الصافية، بمعدل دوران رؤوس الأموال الخاصة في رقم الأعمال. بمعنى أنه، يمكن الحصول على نفس المردودية المالية، إما بنسبة حدية صافية عالية، مع دوران بطيء وليكن مرة واحدة بالسنة، أو بنسبة حدية صافية منخفضة، يتم التعويض عن انخفاضها بدوران سريع لرؤوس الأموال الخاصة، في رقم الأعمال.

وقد يقوم البعض بإنشاء نسبة مركبة، يأخذون فيها البنية المالية للشركة، فيأخذون:

تركيب2 = ح15= النتيجة الصافية \ رؤوس الأموال الخاصة =

النتيجة الصافية \ CA * CA \مجموع الأصول * مجموع الأصول \ رؤوس الأموال الخاصة =

النتيجة الصافية \ CA * CA \مجموع الأصول * مجموع الخصوم \ رؤوس الأموال الخاصة =

ح6 * ح10 * 1 \خ3

يبين تركيب2، أثر البنية المالية التي اختارتها الشركة، على المردودية المالية. وسنتعرض في الكتاب الثاني، لأثر البنية المالية، من خلال شرح مفهوم أثر الرفع المالي.

**مثال على الفرق بين قيم النسب قبل وبعد ضبط الحسابات**

لتكن لدينا ميزانية البدء في فعالية إحدى الشركات والتي حسبت في نهاية العام 19n-1:

| الأصول | | المطاليب | |
|---|---|---|---|
| موجودات ثابتة | 100 | الأسهم | 240 |
| مخزون | 100 | | |
| خزينة | 40 | | |
| **مجموع الأصول** | **240** | **مجموع المطاليب** | **240** |

تحسب الاهتلاكات بشكل خطي على 10 سنوات. وباستخدام طريقة FIFO (الداخل أولا خارج أولا) أو LIFO (الداخل أخيرا خارج أخيرا) نجد تقييم المخزون بالشكل التالي:

| FIFO | مدخلات | | | مخرجات | | | رصيد | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | كمية | سعر | قيمة | كمية | سعر | قيمة | كمية | سعر | قيمة |
| مدور | 100 | 1 | 100 | | | | | | |
| تاريخ | 100 | 1.2 | 120 | 100 | 1 | 100 | 100 | 1.2 | 120 |

| LIFO | مدخلات | | | مخرجات | | | رصيد | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | كمية | سعر | قيمة | كمية | سعر | قيمة | كمية | سعر | قيمة |
| مدور | 100 | 1 | 100 | | | | | | |
| تاريخ | 100 | 1.2 | 120 | 100 | 1.2 | 120 | 100 | 1 | 100 |

وبحساب الاستهلاك للطريقتين نجد:

استـــــتهلاك FIFO = 120 – (120 – 100) = 100

استـــــتهلاك LIFO = 120 – (100 – 100) = 120

نفرض عدم وجود ضرائب. فيما يلي جدول حساب النتائج والميزانية، باستخدام FIFO:

| النفقات | | الإيرادات | |
|---|---|---|---|
| الاستهلاك | 100 | مبيعات | 170 |
| الاهتلاك | 10 | | |
| نفقات تشغيل | 30 | | |
| ربح | **30** | | |

| الأصول | | المطاليب | |
|---|---|---|---|
| موجودات ثابتة | 90 | الأسهم | 240 |
| مخزون | 120 | | |
| خزينة | 60 | الأرباح | 30 |
| **مجموع الأصول** | **270** | **مجموع المطاليب** | **270** |

وفي هذه الحالة، نجد أن النسبة ح6 = النتيجة الصافية \ رقم الأعمال = 30\170=17.65٪

وأن النسبة ح9 = النتيجة الصافية \ مجموع الأصول = 30\240=12.5٪

هذه النسب مبالغ في تقييمها، فمن جهة حسب طريقة FIFO، افترضنا أن الكميات المباعة قد تم شراؤها بالسعر القديم، ولم نأخذ بعين الاعتبار ارتفاع الأسعار (التضخم). وهذا يعني تخفيض اصطناعي لنفقات الشركة، لأن نفقات استبدال هذا المخزون المباع، بمخزون جديد في فترة البيع، تساوي 120. وفي

مثل هذه الحالات، قد يكون من المستحسن استخدام طريقة LIFO (لأن تكلفة المواد المباعة تحسب على أساس المخزون الأكثر حداثة، مما يقرب تكلفة المواد المباعة من قيمة استبدالها).[2]

والآن لنأخذ جدول حساب النتائج والميزانية باستخدام LIFO:

| النفقات | | الإيرادات | |
|---|---|---|---|
| الاستهلاك | 120 | مبيعات | 170 |
| الاهتلاك | 10 | | |
| نفقات تشغيل | 30 | | |
| ربح | **10** | | |

| الأصول | | المطاليب | |
|---|---|---|---|
| موجودات ثابتة | 90 | الأسهم | 240 |
| مخزون | 100 | | |
| خزينة | 60 | الأرباح | 10 |
| **مجموع الأصول** | **250** | **مجموع المطاليب** | **250** |

وفي هذه الحالة سنجد انخفاضا كبيرا في نسب المردودية المذكورة حيث

النسبة ح6 = النتيجة الصافية \ رقم الأعمال = 10\170=5.88%

والنسبة ح9 = النتيجة الصافية \ مجموع الأصول = 10\250=4%

[2] فضلا عن أن الاهتلاك، قد حسب على أساس القيمة الدفترية، أي لا يأخذ التضخم على الأصول المهتلكة بعين الاعتبار ونترك للقارئ مهمة إعادة الحسابات، بافتراض إعادة تقييم الأصول على أساس تضخم 20%، مثلا.

# فصل 2.II: إدارة الحاجة إلى رأس المال العامل

نهتم بإدارة الحاجة إلى رأس المال العامل، نظراً لحجم الأصول والمطاليب الدوارة المتواجدة في الميزانية. ففي الشركات الإنتاجية النموذجية، يصل حجم الأصول الدوارة لأكثر من نصف حجم الميزانية، وهذه النسبة أكبر بكثير في شركات التوزيع. وحتى الشركات التي لا أهمية للمخزون فيها، مثل شركات الخدمات فغالباً ما يكون حجم حسابات الزبائن كبيراً. انطلاقاً من هذه الحقيقة، يتوجب على الشركات أن تولي أهمية كبيرةً لإدارة أصولها الدوارة، (التي تتزايد بشكل كبير في حالة تواجد الشركة في طور النمو السريع). وتتميز الأصول الدوارة عن الموجودات الثابتة بقابليتها للتقسيم، (أي بمعالجة أجزاءٍ معينة من كل منها على حدة وهذا يعطي مرونةً أكبر في طرق تمويلها)، وبسيولتها (أي بعمرها الاقتصادي القصير الذي يؤدي إلى إمكانية تحولها إلى نقود خلال السنة، بعكس الموجودات الثابتة، التي تأخذ وقتاً أطول بكثير).

من جهةٍ أخرى تلعب ديون التشغيل القصيرة الأمد، دوراً مهماً في التمويل، وهي في الحقيقة من أهم مصادر التمويل، بالنسبة للشركات الصغيرة. فهذه الشركات، تعاني من صعوبة الحصول على تمويل مصرفي طويل الأمد، أو من صعوبة الدخول في الأسواق المالية وإصدار سندات. وحتى الشركات الكبيرة، تلجأ إلى الاستدانة على الأمد القصير. ومن هنا تنشأ أهمية إدارة الديون القصيرة الأمد أيضاً.

بناءً على ذلك، لوحظ أن المدير المالي يعطي جزءاً كبيراً من وقته لإدارة الحسابات الدوارة. وحسب J.C.VAN HORN، تقع كل من إدارة الخزينة والقيم المالية السائلة وأوراق القبض والدفع، والكثير من الديون القصيرة الأمد، تحت مسؤوليته المباشرة؛ وقد تكون إدارة المخزون من الإدارات القليلة، (في أسفل الميزانية) التي لا يُشرف عليها بشكلٍ مباشرٍ أو يومي.

في الحقيقة تتميز إدارة أسفل الميزانية عن إدارة أعلاها، بطبيعتها المستمرة واليومية. فقرارات توزيع الأرباح أو الاستثمار في مشروع جديد، أو اقتراض دين طويل أمد أو إصدار سند تأخذ بالتأكيد وقتاً طويلاً، نظراً لأهميتها، إلا أن معالجتها تُترك من فترةٍ لأخرى، (حسب مواعيد تسديد فوائد أو أقساط بين الفترة والأخرى وغير ذلك). أما الحسابات الدوارة، فتتبدل يومياً بحيث يُؤدي إهمالها إلى مضاعفاتٍ كبيرةٍ على استقرار ومردودية الشركة. وهذا يعني، أن الشركة تتخذ قرارات مستمرة (شبه يومية)، فيما يتعلق بإدارة أسفل الميزانية، التي سندرسها من خلال الـBFR أولاً، ثم إدارة الخزينة لاحقاً.

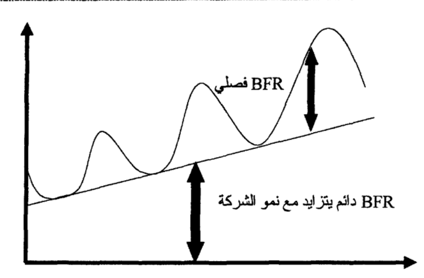
ذكرنا سابقاً أن الـ BFR يتم حسابه من خلال الأصول والمطاليب الدوارة، التي تنجم عن فعالية الشركة المعتادة، وبشكلٍ دوري. تتميز هذه الحسابات الدوارة بسيولتها، (وبمواعيد دفعها المستحقة القصيرة الأمد) ولكن ذلك لا يمنع من الانتباه إلى أنه بالرغم من سيولة الـ**BFR**، إلا أنه **موجودٌ باستمرار في الميزانية**. والسبب يعود إلى التجدد المستمر واستبدال ما تم قبضه أو دفعه بسرعة، بحسابات دائنة ومدينة أخرى طوال فترة حياة الشركة. ومن هذا المنطلق نجد أن الـBFR، يتميز بالسيولة وبالديمومة في آنٍ معاً. رغم سيولة مركباته إلا أن الانزياحات التي أشرنا إليها سابقا، تضفي عليه صفة الاستمرارية، وتؤدي إلى خلق حاجة تمويل مستمرة (أي يستلزم الأمر الحصول على مصادر تمويل مستقرة، من أجل ضمان استقراره). باختصار، **تمثل الحاجة لرأس المال العامل، بشكل أساسي، ذلك الجزء من احتياجات التمويل، [الناتجة من التشغيل (زبائن ومخزون)]، الذي لا يمكن تمويله من موارد التشغيل (أي من الموردين)**. وبالتالي، حسب المعادلة: BFR=FR-TRE، لا يمكن تمويل هذه الحاجة إلا بزيادة في رؤوس الأموال الدائمة أو بإنقاص للخزينة (أي بتراجع في وضع الخزينة). تحبذ الشركة، نظريا، اللجوء أولا إلى مصادر تمويل طويلة الأمد

(إدارة أعلى الميزانية)، ثم في حال انعدام هذه الموارد تلجأ إلى مصادر التمويل الخزينية (خاصةً المكلفة منها) التي تعتبر بمثابة الملاذ الأخير، نظراً لخطورة الاعتماد الدائم عليها (إدارة أسفل الميزانية).

تُعتبر النسبة CA\BFR [1] أول المؤشرات المستخدمة في استقراء وضع الـBFR. بنتيجة فعالية التشغيل في الشركة، ينشأ لدينا مبلغ معين من الحاجة إلى الأموال الدوارة (BFR). نترجم ذلك بقولنا، أن هذا المبلغ يعبر عن الأموال المجمدة من المبيعات. إذا كانت النسبة السابقة في إحدى الشركات مساوية لـ 20٪ فهذا يعني وجود ما يعادل خِمْس مبيعات الشركة، مجمد في المخازن، وحسابات الزبائن، (لم تستطع الشركة تمويلها بديون موردين). في حال ثبات هذه النسبة، نقول إن الشركة تجمد 20٪ من مبيعاتها.

نميز عادةً بين الـBFR الدائمة والفصلية. تخضع فعالية أغلب الشركات لفصلية قد تطول أو تقصر. وهذا ما يدفع بالكثيرين، للاهتمام بإدارة الـBFR الفصلية، ولا ينتبهون إلى أن جزءاً من هذه الحاجة، متواجد باستمرار. **نولي أهمية كبيرة، لمعرفة حجم الجزء المستديم من هذه الحاجة.**

[1] CA - رقم الأعمال




ينتج الـBFR عن فعالية التشغيل التي سبقت جرد الميزانية. لو فرضنا أن زبائن شركة تدفع بعد 30 يوماً، والدفع للموردين يتم بعد 45 يوماً وطبيعة العمل تستلزم تخزين ما يعادل 21 يوم إنتاج، وفعالية البيع والشراء والتخزين يومية نقول بعد الجرد إن حساب الزبائن يعادل 30 يوم بيع، وحساب الموردين يعادل 45 يوم شراء والمخزون يعادل 21 يوم شراء مواد أولية لم تستخدم بعد.

غالباً ما يتم التنبؤ على أساس المبالغ السنوية، مما يشوه الحقيقة، نظراً لوجود الفصلية في نشاط الشركة، الذي يختلف من عامٍ إلى آخر (ومن فصل لآخر..). كما يدل الواقع على أن شروط الدفع أو القبض تختلف من زبون، (أو موردٍ) لآخر. بحثاً عن الحقيقة الاقتصادية لواقع عمل الشركة، يتم اللجوء إلى بعض النسب أملاً بأن تعكس جزءاً من هذه الحقيقة (انظر النسب د3 حتى د8 في الفصل 1.II).

تفترض هذه النسب معرفة المحلل بضرورة مقارنة المعطيات المنسجمة مع بعضها، وذلك باحترام التقييم على أساس سعر البيع، أو سعر التكلفة، أو المبالغ الصافية من الضرائب... كما أنها تفترض انعدام الفصلية. وبإهمالها فصلية فعالية الشركة، تعطي هذه النسب قيما غير واقعية، لا بل شاذة.

**مثال**: بفرض وجود شركة تعمل خلال فصل الصيف أو الشتاء فقط، (مرطبات، أو مدافئ أو بلاستيك للبيوت الزراعية)، وتوافق على تأجيل دفع الزبائن لمدة شهر، نجد أن اعتماد النسب السابقة، سيعطي ما يلي:

متوسط فترة الزبائن بعدد أيام المبيعات = [(زبائن) \ (المبيعات السنوية)] * 12 شهراً = 4 أشهر.

وهو أمرٌ بعيدٌ كل البعد عن الحقيقة.

تستدعي هذه الأمور التأكد من عدم وجود الفصلية، أو عدم حدتها. وفي حال وجودها يُنصح بتطبيق النسب السابقة، على أساس كل فترة من فترات فعالية الشركة السنوية. وقد يكون من المفضل حساب الوسطي اليومي، على أساس قسمة حساب الفصل (الشهر) الأخير على 90 (30) وإن دعت الضرورة، قد يكون من الأفضل اعتماد مختلف القيم الحقيقية، والاستغناء عن التقريب. فبقدر ما يسهل التقريب الأمور ويبسطها، بقدر ما قد يعكس صوراً مشوهةً عن الحقيقة.

قد يلجأ البعض إلى تقسيم حساب الزبائن حسب الأصول الزمنية لكل منهم، أملاً بأن يكفي ذلك لاستقراء الحقيقة، إلا أن ذلك قد لا يكفي مطلقاً. ولنأخذ مثالاً على ذلك حساب الزبائن في نهاية شهر أيلول، مثلاً، حيث وصل إلى 7650 في إحدى الشركات. وحسب تواريخ هذه الديون، تتوزع حسابات الزبائن كما يلي:

| | زبائن شهر ... | مدة الزبائن | ٪ من حساب الزبائن الكلي |
|---|---|---|---|
| أيلول | 3420 | 0–30 يوما | ٪44.7 |
| آب | 580 | 30–60 يوما | ٪7.6 |
| تموز | 3150 | 60–90 يوما | ٪41.1 |
| حزيران | 300 | 90–120 يوما | ٪3.9 |
| أيار | 120 | 120–150 يوما | ٪1.6 |
| نيسان | 60 | 150–180 يوما | ٪0.8 |
| آذار | 20 | أكثر من 180 يوما | ٪0.3 |
| | 7650 | | |

تنشأ محدودية هذا الجدول، من عدم اعتباره لمبيعات كل شهر. فقد يتخيل المحلل، للوهلة الأولى، أن انخفاض زبائن شهر آب عائد إلى تسريع تسديد الزبائن ولكن قد يكون السبب هو انخفاض مبيعات الشهر ذاته وهذا ما يبرزه الجدول التالي:

| | زبائن شهر ... | مبيعات شهر... | ٪ الزبائن\المبيعات |
|---|---|---|---|
| أيلول | 3420 | 6000 | ٪57 |
| آب | 580 | 1500 | ٪38 |
| تموز | 3150 | 18000 | ٪17.5 |
| حزيران | 300 | 9000 | ٪5 |
| أيار | 120 | 8000 | ٪1.5 |
| نيسان | 60 | 8000 | ٪0.7 |
| آذار | 20 | 8000 | ٪0.2 |

وهكذا نجد أنه بحسب طبيعة عمل وظروف كل شركة، يمكن عن طريق التحضير الجيد للنسب السابقة الذكر، إجراء التنبؤات اللازمة لمعرفة الحاجة لرأس المال العامل. سنتعرض مرة أخرى في الفصول اللاحقة لمشاكل التقريب، وسنركز عليها، خصوصا في تقييم تدفقات الخزينة.

بشكل عام، عند التعرض لمفهوم الحاجة لرأس المال العامل، فإننا نهتم بذلك الجزء المستديم والذي كثيرا ما يتم الخلط بينه وبين الـBFR، الذي يظهر في الميزانية. ويمكن حساب الجزء المستديم، من خلال مجموعة من عمليات ضبط مختلف مركبات الـBFR. ففي حال لجوء الشركة إلى الاستدانة بشكل كبير من الموردين، يجب طرح الجزء الفائض عن مستوى الموردين (المعروف في قطاع عمل الشركة). وكذلك الأمر في حال تواجد مخزون كبير، يشك بأنه مخزون مضاربة. يمكن حساب BFR المستديم إما عن طريق النسب السابقة، أو عن طريق الميزانية. بشكل عام يجب عدم الوثوق المباشر بمبلغ الـBFR الناتج عن الميزانية بل يجب الضبط واعتبار المهل المتعارف عليها في القطاع المعني. بالمقابل، ننبه إلى أن الـBFR المحسوب من الميزانية مباشرة قد يفيد في حال

الرغبة بمراقبة تطور عمل الشركة خصوصا، وأن تحضير الميزانية يتم دوما في نفس الفترة. لذلك مهما كان التباعد بين الـBFR والجزء المستديم منه، يتمكن المحلل من خلال تطور هذا الـBFR أن يستنتج تحسن أو تقهقر نتائج التشغيل في الشركة (بأخذ النسبة على المبيعات مثلا). في حال توفر مختلف التفاصيل والجداول الفصلية الدقيقة، ينصح بالتحليل على أساس الجزء المستديم. ولكن في أغلب الأحيان، لا يتوفر للمحلل سوى الجداول السنوية، مما يدفع بالمحلل إلى التركيز على النزعة، أو التوجه العام للتشغيل، من خلال الـBFR المحسوب مباشرة من الميزانية.

## علاقة الـBFR بنمو الشركة

في حال ازدياد مبيعات الشركة، تزداد نظريا، الحاجة لرأس المال العامل، بنفس النسبة الآتية BFR \ CA. وهي الزيادة التي تظهر عند تحضيرنا لجدول التمويل (انظر لاحقا) والتي يجب إيجاد مصادر التمويل الملائمة لها. وقد يظن للوهلة الأولى، أن ازدياد نشاط الشركة ونمو مبيعاتها، لا تترافق مع زيادة مكافئة في الـBFR، وذلك بحكم أن بعض مركباته قد لا ترتبط مباشرة بالأمر (مثل المخزون). ولكن تدل الدراسات، على أن كل زيادة في نشاط الشركة، تؤدي إلى تضخيم مبلغ الـBFR بشكل كبير (وقد يصعب السيطرة في بعض الأحيان على زيادتها). تهتم الشركات في الحقيقة، أثناء نموها وتنفيذها لمشاريعها التوسعية بإدارة أعلى الميزانية، وتهمل أهمية إدارة حسابات أسفل الميزانية. يجب الانتباه أثناء المشاريع التوسعية إلى أن الـBFR قد يستهلك الكثير من رؤوس الأموال، التي تم التخطيط لها على أنها مخصصة للاستثمارات في الأصول الثابتة. كل ذلك يبرر الأهمية التي يجب أن توليها الشركة للإدارة المالية القصيرة الأمد.[2]

[2] غالبا ما تتساوى الزيادة في نشاط الشركة مع زيادة الـBFR

لكن ذلك، لا يمنع من التنبيه إلى أن الشركة ذات الإدارة الناجحة بعد وصولها إلى مستوى نمو معين، قد يصبح بإمكانها فرض شروط جديدة على مورديها وزبائنها. بشكل عام، تنصح الشركات أثناء توسعها، بأن توازي تطورها مع نمو الـBFR، وأن تحاول قدر الإمكان تخفيض مستواه لأن تجاوزه لمستوى معين سيسبب لها الكثير من المشاكل المالية وقد يهدد استقلاليتها الإدارية.

## علاقة الـ BFR بانخفاض نشاط الشركة

تختلف إدارة الـBFR في حالة تراجع نشاط الشركة، حسب ظروفها وظروف بيئتها الاقتصادية. فإن كان التراجع عام، وناتج عن انكماش اقتصادي وطني، قد ينعكس الأمر في عدة ظواهر مثل:

- ضرورة تمديد فترة تسديد الزبائن، للحفاظ على نفس الحصة من السوق مما يزيد من BFR
- انخفاض أسعار المواد الأولية، مما سيخفف من الزيادة في حاجة التمويل السابقة.
- زيادة فترة تسديد الموردين، مما سيخفف أيضا من أثر الزيادة السابقة.

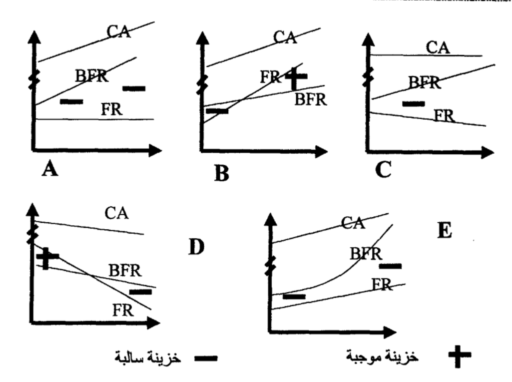
وتعتمد أهمية هذه الظواهر، على وضع الشركة التنافسي وإمكانية وجود سلع بديلة لسلعها وكذلك على الظروف الاقتصادية العامة، (انخفاض القوة الشرائية، دخول منافسين أجانب، قرارات حكومية غير مناسبة،...).

أما إذا تبين أن التراجع في النشاط خاص بالشركة فحسب الدراسات، غالبا ما يزيد الـBFR رغم إجراءات التقشف، التي قد تلجأ إليها إدارة الشركة. وفي حال توفر الموارد، واتباع الأساليب الناجعة في إدارة أسفل الميزانية، قد تستفيد الشركة من هذه الزيادة عند تغير الظروف وعودة النشاط من جديد. وعندئذ سيبدأ الـBFR بالانخفاض وسيظهر ذلك في تزايد حجم الخزينة.

ذكرنا أن الـBFR يتصف ضمنا (على الأقل جزء مهم فيه)، بصفة الديمومة مما يستدعي ضرورة توفير مصادر تمويل مستديمة له. وهذا يعني، ضرورة تمويله برؤوس الأموال الدائمة وقد يلجأ البعض لتمويله بأموال خاصة. ولكن اقتراح التمويل الدائم بأموال دائمة، قد يؤدي إلى مخاطر كبيرة على مستوى إدارة الخزينة (إذ سيرتب زيادة بالنفقات الثابتة، بالإضافة إلى إمكانية الاحتفاظ بأموال فائضة غير موظفة من جهة، وتستوجب الاحتفاظ بمصادر تمويل إضافية لتمويلها). دفع ذلك معظم الشركات إلى اللجوء إلى القروض المتجددة (lignes de crédit ou credit revolving) التي يسحب منها عند الضرورة. إلا أن الاعتماد الدائم عليها قد يتسبب بتضخيم أسفل الميزانية، وفي زيادة النفقات المالية، وفي إنقاص سيولتها.

يجب الانتباه إلى أن إدارة الـBFR، لا تعني فقط تجنب المشاكل المالية، وإنما تعني أيضا إدارة مخاطر الإنتاج. فبفرض أن القروض المصرفية القصيرة الأجل، قد حلت مشكلة الخزينة على الأمد القصير، إلا أن الخطر الأكبر يكمن، في أي تغيير في بيئة عمل الشركة. في حال ظهور منتجات منافسة بديلة، أو في حال تغيير سياسة الموردين (مهلة التسديد أو ظهور الاحتكارات)، ستؤدي ضخامة أسفل الميزانية إلى وضع الشركة في مأزق كبير وسينقص كثيرا من قدرتها على المناورة والتأقلم مع الظروف الجديدة.

عرضنا سابقا بشكل مبسط، أثر المقص على صحة الشركة المالية، وإمكانية استمرارها، فيما يلي نترجم ما ذكرناه سابقا، من خلال الأوضاع التمثيلية الآتية:




1- في الشكل A نجد أن الإدارة سيئة، لأنها تحافظ على نفس مستوى الـFR ولا تنتبه لمخاطر زيادة الـBFR وبالتالي، التمويل دوما بخزينة سالبة، مما يجعل المردودية في تناقص مستمر.

2- في الشكل B نجد أن الشركة تتحكم بنموها بشكل جيد. فهي إن اعتمدت في البداية على موارد خزينية في التمويل، فإنها قد عوضتها لاحقا من خلال زيادة الفعالية وزيادة المبيعات، مما جعل خزينتها موجبة في نهاية الأمر.

3- في الشكل C نكتشف من جديد، إحدى حالات سوء الإدارة. فبالرغم من ثبات فعالية الشركة (نفس المبيعات)، يشكك الدائنون بقدرتها على الاستمرار، ويمتنعون عن تجديد القروض. ينجم عن ذلك، انخفاض في الـFR فتلجأ الشركة إلى سياسة توسع غير مدروسة، فيتزايد الـ BFR،

وقد يدفع الأمر بالشركة إلى سياسة بيع موجودات ثابتة، مثلا لمتابعة تمويل هذا التزايد، بعد أن استهلكت مواردها الخزينية.

4- في الشكل D نكتشف حالة عدم استقرار واضحة. فالفعالية تنخفض مع الزمن مما يبرر انخفاض الـFR والـBFR. ولكن يبدو أن الشركة تسعى إلى تخفيض فعاليتها (أو إعادة هيكلتها) بشكل مقصود، أملا بتحسين مردوديتها. إلا أن الشكل يبين أنها تدخل في الحلقة المعيبة. فانخفاض الـFR لم يترافق بانخفاض مماثل في الـBFR، مما استدعى اللجوء بشكل مستمر لموارد الخزينة إلى أن وقعت هذه الأخيرة في عجز.[3]

5- في الشكل E نجد أن الشركة لا تتحكم في نموها بشكل جيد. فتطور المبيعات البطيء، لا يبرر اللجوء الدائم إلى موارد خزينية.

من هذا المنطلق، نجد أن هناك ضرورة كبيرة لمعرفة أفضل أساليب الإدارة المالية للـBFR، وهذا ما يدفعنا لتناول المواضيع الآتية: إدارة المخزون وإدارة الزبائن وإدارة الموردين.

[3] تتناقص الفعالية بشكل أسرع من تناقص نقطة التعادل.

# إدارة المخزون

ينقسم المخزون في الشركات، إلى مواد أولية ومواد نصف مصنعة، ومواد مصنعة ومواد جاهزة. تنبع الحاجة إلى تكوين المخزون من دوافع التبادلات (التعاقد) والحيطة والمضاربة.

ويرتبط كبر حجم المخزون بالتكاليف الآتية:

- **تكلفة التمويل:** إن أي زيادة في الأصول، تعني (كما ذكرنا بالنسبة للزبائن) ضرورة إيجاد مصدر تمويلي لها. وهذا المصدر له تكلفة يتوجب اعتبارها في حسابات المخزون، وهذه التكلفة تتناسب طردا مع حجمه.
- **تكلفة التخزين:** تستلزم عملية التخزين، شراء أو استئجار محل وشراء أدوات لنقل وترتيب المواد المخزنة، بالإضافة إلى نفقات التأمين والحراسة... نستنتج أن تكلفة التخزين تتناسب طردا أيضا، مع حجم المخزون.
- **تكلفة الطلبية:** عند كل عملية شراء وتخزين، تواجه الشركة نفقات النقل والإجراءات الضرورية لتحضير وإنهاء الطلبية. وبقدر رغبة الشركة بضغط المخزون، يتوجب عليها زيادة عدد طلبياتها، وبالتالي تحمل نفقات إضافية. قد ترغب الشركة بالشراء كلما دعت الحاجة لذلك. فإن كانت الحاجة يومية، (أو أسبوعية..) يزيد عدد الطلبات (أي عدد التعاقدات) مع كل عملية شراء. تحاول الشركة تخفيف تكلفة التعاقد (وعدد الطلبات) عن طريق تكوين مخزون التبادلات (أو تخفيف التعاقدات). نستنتج مما سبق، أن تكلفة الطلبية تتناسب عكسا مع حجم المخزون.

- **تكلفة انقطاع المخزون:** تختلف آثار عدم وجود مخزون في المستودعات من شركة لأخرى. وتنتج هذه التكلفة من البطالة التقنية (انخفاض الطاقة الإنتاجية، نظرا لعدم استخدام الآلات). وتختلف الآثار حسب نوع المخزون المفقود. إن نقص المواد الأولية، يعني توقف الإنتاج. وتكون الشركات مخزون مواد أولية، لفصل حلقة الإنتاج عن حلقة التموين والتزويد، (وذلك لأنه يعطيه استقلالية مؤقتة عن مشاكل التزويد). وبنفس الطريقة، نجد أن تخزين مواد نصف مصنعة يعطي استقلالية لا بأس بها لمراحل التصنيع النهائية، مقارنة مع المراحل الأولى. وتكوين مخزون مواد مصنعة يمنع تأثر المبيعات بمشاكل الإنتاج المحتملة أو بمحدودية الطاقة الإنتاجية. فمثلا، قد تلجأ الشركات المحدودة الطاقة في الإنتاج، وذات المبيعات الفصلية، إلى اعتماد سياسة التخزين أثناء فترات البيع الضعيفة، بانتظار إخراج المخزون بسرعة كبيرة، أثناء الفصل المرتقب. تعوض الشركة بهذه الطريقة محدودية الإنتاج، وعدم قدرته على تلبية الطلب، في حال عدم توفر المخزون. إن نقص مخزون المواد الأولية، يؤدي إلى تكلفة تعادل تكلفة الفرصة الضائعة، نتيجة عدم استخدام الطاقة الإنتاجية المعتادة. أما نقص المواد المصنعة أو الجاهزة، فيعني تكلفة تتجلى في خطر فقدان جزء من الزبائن، وتحولهم إلى التعامل مع المنافسين. وبما أن احتمال انقطاع المخزون، ينخفض مع زيادة حجمه، تلجأ الشركات إلى زيادته وتكوين <u>مخزون الحيطة،</u> لتلافي التكاليف السابقة.

يعتبر المخزون بمثابة استثمار فعلي للشركة، إذ يتجلى بنفقات فورية لتكوينه، والحفاظ عليه، على أمل تحقيق أرباح مالية مستقبلية، وتنظيم جيد للإنتاج، وإرضاء مقبول لمتطلبات الزبائن. يتطلب ذلك إدارة جيدة للمخزون، تتميز بتصنيف المواد ضمن عائلات منسجمة، تبرز نسبة إسهام كل منها في المبيعات. ومن ثم يتم التركيز على إدارة عائلات المواد ذات الإسهام الأكبر في فعالية الشركة. لتحديد هذه العائلات، يتم اللجوء إلى طريقة ABC.

## طريقة ABC في تصنيف المخزون

نظرا لضخامة أعداد المواد المخزنة في أغلب الشركات (خاصة الصناعية) يتم اللجوء إلى التحليل الإحصائي لمخزون الشركة، لمعرفة أنواع المخزون ذات الإسهام الأكبر في مبيعات الشركة. ودلت الدراسات، على أن المخزون يتوزع عادة، على ثلاث أقسام:

A- نسبة ضئيلة من المخزون (5-15٪)، تمثل القيمة النقدية الكبرى (وسطيا 65-80٪).

B- نسبة أكبر من المخزون (20-30٪)، تمثل قيمة نقدية بحوالي 20-30٪ وسطيا من قيمة المخزون الكلية.

C- النسبة الأكبر من المخزون (55-75٪)، تمثل القيمة الدنيا (وسطيا 5 - 15٪) من قيمة المخزون الكلية.

ومن هنا جاءت تسمية الطريقة ABC للعائلات A وB وC.[4]

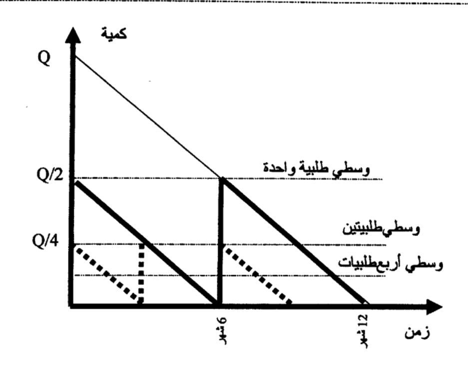
[4] تختلف هذه الطريقة في مجال تطبيقها وفي مفهومها، عن طريقة المحاسبة المرتكزة على الفعاليات، والتي تهتم بحساب التكاليف الكاملة وهي طريقة أمريكية الأصل. ولا تشترك مع الطريقة المشار إليها هنا، إلا بالاسم. لمزيد من التفاصيل انظر G.Langlois "Contrôle de gestion", P.85

**مثال**: تقدم إحدى الشركات الجدول الآتي لمخزونها:

| | المواد | | القيمة النقدية | |
|---|---|---|---|---|
| | عدد | ٪ من العدد الكلي | القيمة | ٪من القيمة الكلية |
| A | 10 000 | ٪10 | 7 200 000 | ٪72 |
| B | 20 000 | ٪20 | 1 900 000 | ٪19 |
| C | 70 000 | ٪70 | 900 000 | ٪9 |
| المجموع | 100 000 | ٪100 | 10 000 000 | ٪100 |

نستنتج أن 10٪ فقط من الكميات المخزنة تمثل 72٪ من القيمة الكلية للمخزون. غالبا ما تكون سرعة دوران هذا النوع من المخزون كبيرة. سيدل ذلك الإدارة، على مجموعة المواد التي يجب مراقبتها باستمرار، وتكريس أغلب الجهد لتأمين توفرها. وهنا يجب التساؤل عن الكمية الواجب طلبها في كل مرة، واللحظة التي يجب التزود فيها بالمواد الجديدة.

**كمية الطلبية:** بفرض أن الإنتاج مستمر ومنتظم، وأن لحظة التزود بالمواد الجديدة معروفة بدقة، يمكننا تمثيل احتياجات التزويد في الشركة من خلال الشكل الآتي:




إذا اكتفت الشركة بطلبية وحيدة Q، يكون المخزون الوسطي Q/2. تستهلك الطلبية تدريجيا إلى أن ينضب المخزون في نهاية السنة، فتقدم الشركة طلبية جديدة بناء على افتراضها أن تسليم موادها سيكون فوريا. وفي حال طلبها اثنتين (Q/2 في كل مرة) فالمخزون الوسطي Q/4، وهكذا. في كل مرة تبدأ الطلبية الجديدة، عندما يصبح المخزون صفرا. ولكن كما نعلم، عندما تتقدم الشركة بطلبية جديدة لا يكون تسليم المواد فوريا، فهناك دوما فترة لتحضير المواد ونقلها وتسليمها. بحسب هذه الفترة، ينبغي على الشركة استباق موعد نضوب المخزون ورفع الطلبية قبل مدة تكافئ الفترة المذكورة.

وسنعرض الآن طريقة ويلسون في حساب حجم الطلبية الأمثل، في كل مرة، (بفرض انتظام الاستهلاك) أو عدد الطلبيات الأمثلي:

## صيغة ويلسون

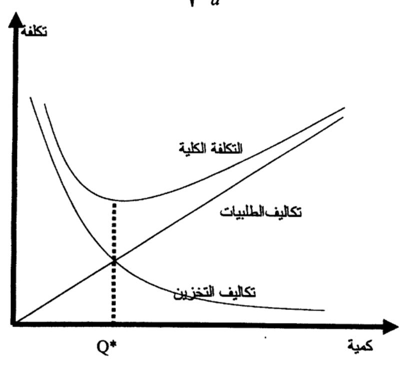
نفرض أن الاستهلاك الكلي خلال السنة يساوي C، وp تكلفة الطلبية، وQ الكمية المطلوبة في كل مرة، و$a$ القيمة الوسطية لتكلفة الوحدة المخزنة، (تكاليف التمويل والتخزين...).

تعبر C/Q عن عدد الطلبات في السنة. وتعبر Q/2 عن المخزون الوسطي. تكلفة المخزون الكلية CT تكافئ حاصل جمع تكاليف الطلبيات مع مجموع تكاليف التخزين أي:

$$CT = p * C / Q + a * Q / 2$$

باشتقاق هذه المعادلة نحصل على الكمية الأمثلية *Q، التي تعبر عن التكلفة الأصغرية، (كما يبين الشكل أدناه).

$$Q^* = \sqrt{\frac{2pC}{a}}$$

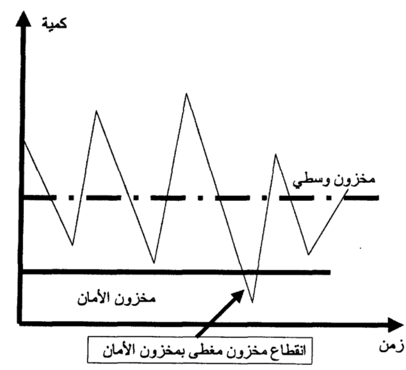


كما نعلم تعبر C/Q عن عدد الطلبات الكلي n، وبالتالي بنفس الطريقة، يمكن حساب عدد الطلبيات الأمثلي n*

$$n^* = \sqrt{\frac{aC}{2p}}$$

إن مساوئ هذا النموذج عديدة، فإن كان من السهل تحديد تكلفة الطلبية، فإنه من الصعب كثيرا تحديد التكاليف الأخرى. وكما نعلم لا تتجانس جميع مواد المخزون في طبيعتها، (وإن أمكن جمعها في نفس الدرجة من الأهمية كما ذكرنا سابقا) وهذا يعني ضرورة حساب قيم مثلى لكل نوع متجانس، وهو أمر صعب في حالة الشركات الضخمة التي تستخدم عددا هائلا من المواد. لا يأخذ النموذج بعين الاعتبار، الوفر الممكن تحقيقه في حال الطلبيات الكبيرة، أو الوفر الممكن في حال الإسراع بالتسديد، واستخدام الخصم. ويتبنى هذا النموذج مبدأ المستقبل المؤكد، ولا يهتم للعشوائية التي تميز المستقبل. إن عدم اعتبار العوامل السابقة، يشرح سبب سهولة هذا النموذج.

نظرا لوجود العشوائية، ودرءا لمخاطر انقطاع المخزون، غالبا ما تقوم الشركات بتكوين مخزون أدنى، يسمى مخزون الأمان كما يظهر الشكل الآتي:




لا يوجد حتى الآن نموذج يحدد حجم مخزون الأمان. ويعتمد تحديده على وجهة نظر الإدارة الخاصة بالشركة (ارتفاع تكاليف التخزين، مقارنتها مع تكلفة الفرصة الضائعة، في حال انقطاع المخزون...). سنعرض في الفقرة التالية كيفية تحديد موعد البدء بطلبية جديدة؟

## موعد البدء في طلبية جديدة

تقوم الشركة بإجراء طلبية جديدة، عندما يصل المخزون إلى حد أدنى أو عتبة صغرى. وتساوي هذه العتبة مخزون الأمان، بالإضافة إلى المخزون المستخدم خلال فترة تنفيذ واستلام الطلبية. ولحسابه نلجأ للمعادلة التالية:

$$M(T+N)=Q_m$$

حيث $Q_m$ = العتبة الدنيا

T = عدد الأيام اللازمة لتحضير إجراءات الطلبية، واستلام المواد (زمن التموين).

N = عدد الأيام اللازمة للحفاظ على مخزون الأمان.

M = عدد الوحدات المخزنة، التي يتم استخدامها يوميا.

**مثال:** تبيع شركة 200 وحدة يوميا. يلزم 15 يوما من أجل كل عملية تموين. قررت الشركة الاحتفاظ بمخزون أمان يعادل 10 أيام. متى يتوجب على الشركة إجراء طلبية جديدة؟

يجب عليها إجراء طلبية جديدة عندما يصل مخزونها إلى المستوى التالي:

200 (10 + 15) = 5000 وحدة.

جدير بالذكر أن التوجهات الجديدة في الشركات الكبرى، تحاول التخلص من مشكلة تكلفة التمويل الزائد للمخزون، عن طريق اعتماد طريقة المخزون صفر.

## طريقة المخزون صفر Stock zero-Just in time

ظهرت هذه الطريقة لأول مرة في اليابان[5]، في شركة تويوتا ثم تم اعتمادها في الولايات المتحدة وفي أوروبا. تتلخص فكرة هذه الطريقة، بتقليص الشركة الشديد لمخزونها على فرض أن الموردين سيسلمون المواد الضرورية فور الطلب، وفي الأوقات المحددة. بهذه الطريقة تستطيع الشركة الحصول على سيولة ضخمة، (بدل تلك المحتجزة للتخزين سابقا) تستخدمها في استثمارات جديدة. ولكن نجاح هذه الطريقة يتطلب إجراءات وإعادة هيكلة (جذرية أحيانا)، لطرق الإنتاج وللعلاقات مع المستثمرين. ونلخص فيما يلي، أهم صفات الشركات التي تعتمد طريقة المخزون صفر:

[5] تدعى الطريقة في اليابانية "كانبان Kanban" وجاء الاسم من استخدام بطاقة، (تمثل اسم المادة الناقصة أو طبيعتها) في المصانع بغية طلب مواد جديدة.

- وضع وحدات الإنتاج بطريقة تسهل نقل المواد بسهولة، بين عمليات التصنيع المتلاحقة.
- الحفاظ على علاقات جيدة مع الموردين.
- استخدام التقنيات العالية في الإنتاج والإدارة، (ونظم معلومات ومعلوميات متطورة).

يؤدي استخدام هذه الطريقة، إلى نسف فرضيات النموذج التقليدي لإدارة المخزون، إذ تنخفض تكلفة الطلبية بشكل كبير وينخفض أيضا منسوب مخزون الأمان، المتعارف عليه في عمليات الإنتاج التقليدية.

# إدارة الزبائن

تعتبر إدارة الزبائن من العناصر الهامة، في الاستراتيجية التجارية للشركات. يعتبر الكثيرون شروط حسابات الزبائن، بمثابة أعمال روتينية تستقي شروطها من العادات المتعارف عليها في السوق، اعتبارا من الماضي. رغم الطبيعة التجارية لحسابات الزبائن (قدرة الشركة على توسيع نشاطها، بقدر ما توافق على إمهال عدد أكبر من الزبائن ولفترات أطول)، يجب على الشركة معرفة أساليب السيطرة على هذه الحسابات، وضبط آثارها المالية على أسفل الميزانية.

ترتبط إدارة حسابات الزبائن بالمتغيرات الأساسية الآتية:

1- **الوزن النسبي لحسابات الزبائن في الميزانية**: يمكن تقييم كل حساب زبائن، مثل أي استثمار من خلال مردوديته وخطره، ويرتبط الأمر مباشرة بحجم هذه الديون وبمدة تأجيلها (انظر الفقرة الآتية). وقد يصل حجم الديون في بعض الشركات إلى مستويات عالية جدا. ففي فرنسا مثلا يتراوح

وسطي هذه الحسابات بين 25٪ و30٪ من الميزانية.[6] وهو مستوى عال جدا، يؤكد على ضرورة تحسين إدارته. وفي البلدان النامية، تعاني معظم الشركات، وخصوصا الصغيرة من الحجم المقلق لحسابات الزبائن. وأسباب هذه الظواهر عديدة في العالم النامي نذكر منها: التعامل مع الزبائن بشكل غير رسمي (خصوصا عندما يكون الزبائن أفرادا وليس شركات)، عدم وجود صيغ عقود واضحة بين الأطراف المختلفة، وصعوبة تغطية الديون السيئة، وصعوبة الملاحقات القانونية، والاعتماد على الدفع نقدا وعدم استخدام الأدوات المصرفية، أو المالية المتطورة، في التسديد...الخ.

2- **مدة تأجيل التسديد**: كنا قد أشرنا سابقا، إلى إمكانية حساب مدة إمهال تسديد الزبائن بشكل وسطي:

متوسط فترة الزبائن بعدد أيام المبيعات = [(زبائن) \ (المبيعات السنوية)] * 360

هناك فرق كبير بين المهلة المتفق عليها في عقد البيع، والمهلة الفعلية المحسوبة وسطيا من خلال النسبة السابقة. يعود السبب، إلى عدم احترام الكثير من الزبائن للفترات المتفق عليها نظريا. ويمكن الاعتماد أيضا، على عدد مرات دوران حساب الزبائن، باستخدام النسبة التالية: مبيعات \ زبائن. يفيد استخدام النسبة الأولى أو الثانية، في معرفة أثر تدفقات الزبائن على عمل الشركة. فكلما طالت فترة تسديد الزبائن (أو قل عدد مرات الدوران)، كلما زادت أعباء الشركة. تزيد الشركة مدة تأجيل تسديد الزبائن بغية تحسين مبيعاتها، وسيعتمد الأمر على طبيعة الزبون، وظروف المنافسة، والخوف من فقدان حصص من السوق. ولكن بمقابل زيادة المبيعات التي يمكن أن تحققها الشركة، بتبنيها هذه الاستراتيجية يجب الانتباه للمخاطر التي قد تتعرض لها. فكلما زادت المدة زاد

---

[6] Option Finance, n104, 5 mars 1990 . D'après [TEU 94],P.407

خطر عدم التسديد (مشكلة Risque moral) وزاد أيضا احتمال توافد زبائن من غير أهل الثقة (مشكلة Selection adverse). بشكل عام يجب الانتباه إلى تكلفة مصادر التمويل التي ستمول هذه الزيادة في الزبائن. ونتساءل عن الأسلوب الواجب اتباعه لمقارنة التكلفة المتزايدة والأرباح الممكن تحقيقها جراء زيادة مدة التسديد؟

نقترح في هذه الحالات حساب التدفقات المتوقعة مع الأخذ بعين الاعتبار المخاطر المستقبلية وتقييم الاستثمار الجديد (أي اعتماد مشروع تمديد مدة التسديد). باختصار نقول أنه عند زيادة مدة التسديد تستفيد الشركة من زيادة مبيعاتها ولكن يترتب عليها مجموعة من التكاليف من أهمها:

- زيادة الديون المشكوك بتحصيلها.
- ذكرنا خطر توافد زبائن من غير أهل الثقة، ممن لا يحترمون المدة المتفق عليها في التسديد. فإن انتبه الزبائن القدامى "ذوي الثقة" نتساهل الشركة، (إن تساهلت فعلا) معهم، فسيقلدونهم. وهذا ما يترتب عليه زيادة فترة التحصيل الفعلية (تصبح أكبر من النظرية)، وبالتالي زيادة أعباء الشركة.
- زيادة الأصول المالية (الواجب تحصيلها)، مما يتطلب أعباء إضافية في التحصيل والمتابعة، لمختلف الحسابات المعنية.
- كما أن تخصيص موارد مالية لتمويل زيادة الاستثمار في حجم الزبائن الإضافي، يعني ضياع فرصة استثمار هذه الموارد في مجالات أخرى، مما يستوجب أخذ تكلفة الفرصة الضائعة بعين الاعتبار.

<u>مثال:</u> تقوم إحدى الشركات ببيع 500 وحدة سنويا، بسعر 20 ل س. وتصل التكلفة المتغيرة للواحدة، بما فيها تكاليف متابعة التحصيل، إلى 12 ل س. لاحظت الإدارة أن طاقتها الإنتاجية تسمح بزيادة الإنتاج دون زيادة في النفقات

الثابتة.[7] لذلك فإن الشركة تدرس إمكانية زيادة فترة الإمهال من شهر (فترة الإمهال المعتمدة حاليا) إلى أربعة أشهر. وتتوقع في هذه الحالة، أن تزداد مبيعاتها بنسبة 25٪. وتشك في إمكانية تحصيل 20٪ من المبيعات الجديدة. فإذا علمت أن الإدارة تطلب عائدا أصغريا عن الفرصة الضائعة (نتيجة الاستثمار في زيادة الزبائن) بقيمة 22٪ هل تنصح بهذا المشروع ضمن هذه الشروط؟

تكمن المشكلة في مقارنة مردودية هذا الاستثمار، مع العائد الأصغري المطلوب. علينا حساب إيرادات ونفقات هذا الاستثمار الجديد، ومفاضلتهما لحساب الربح، وهذا ما سيسمح لنا بحساب المردودية.

المبيعات الإضافية = 25٪ (500 * 20) = 2500

زيادة التكاليف المتغيرة = 25٪ (500 * 12) = 1500

زيادة التكاليف الثابتة (لم تتغير) = 0

التكاليف الكلية للمبيعات الجديدة (بغض النظر عن خطر عدم التحصيل)

= المتغيرة + الثابتة = 1500 + 0 = 1500

تكلفة الديون المشكوك بتحصيلها، (تحسب من التكاليف الكلية الإضافية) =

20٪ * 1500 = 300

مجموع تكاليف الاستثمار الجديد، (أخذا بعين الاعتبار تكلفة عدم التحصيل) =

1500 + 300 = 1800

الربح الصافي المتوقع من الاستثمار الجديد = 2500 – 1800 = 700

والآن علينا حساب قيمة الاستثمار الإضافي، (التوظيف في زيادة حساب الزبائن)، والذي يحقق بدورانه الربح المذكور أعلاه. وهناك طريقتين للحل:

---

[7] قد يسهل فهم هذه الحالة في شركة تدريب على الحواسب، حيث تتواجد أعداد من المدربين، بأوقات فراغ (بطالة) كبيرة. وبالتالي، يمكن أن نقبل أن زيادة عدد الدروس (زيادة الإنتاج) لن يترافق عمليا بزيادة في النفقات الثابتة. وإنما سينحصر بالنفقات المتغيرة من نوطات وطاقة وقرطاسية...

**<u>طريقة 1</u>:** تعتمد على تقييم حساب الزبائن قبل وبعد تغيير المدة، ومفاضلتهما للحصول على تغير الزبائن المُستثمر به.

الزبائن حسب المدة الأولى = 500*20*1\12=833.33

الزبائن بعد تغيير المدة = 500*(1+25٪)*20*4\12=4166.66

مجموع الاستثمار الإضافي في حساب الزبائن = 4166.66–833.33= 3333.33

**<u>طريقة 2</u>:** كانت الشركة سابقاً تؤجل 12/1 من المبيعات لمدة شهر، وبزيادة المدة لأربعة أشهر، نجد أن 12/3 إضافية (من المبيعات السابقة)، ستصبح بحساب الزبائن أي 3\12 * 500*20 = 2500. أما الزيادة في المبيعات فإن 12/4 منها ستصبح في المبيعات أي 4\12*500*20*25٪=833.33

وبالتالي، مجموع الاستثمار الإضافي في حساب الزبائن = 3333.33

وبالتالي مردودية الاستثمار الجديد = 700\3333.33=21٪، وهي غير كافية، مقارنةً مع العائد الأصغري المطلوب من قبل الإدارة. وبالتالي، نرفض اقتراح الإمهال ضمن هذه الشروط.

لاحظ أنه لو كانت مدة الإمهال الجديدة 3 أشهر، مع ثبات نسبة عدم التحصيل، لوجدنا أن الاستثمار مقبول، إذ أن مردوديته في هذه الحالة ستصل إلى 30.55٪.

3- **طريقة التسديد المستخدمة من قبل الزبائن:** تؤثر كثيراً طريقة تسديد الزبائن على وضع الشركة المالي. نظراً لصعوبة التحصيل نقداً تفضل الشركة بعض أنواع التسديد، لإمكانية خصمها مقابل عمولة ما، وبالتالي، "تسييلها" بسرعةٍ أكبر. ففي حالة الشركات المصدرة، قد يكون اللجوء إلى

بعض أنواع الاعتمادات المستندية مفضلاً، نظراً لإمكانية خصمها أو تظهيرها.

4- **حجم الخصم المعلن في حال الإسراع بالتسديد:** تلجأ بعض الشركات إلى ترغيب الزبائن بالتسديد بسرعة، وذلك باقتراح إجراء خصمٍ على مبلغ المبيعات الإجمالي. وهنا ننبه إلى ضرورة المقارنة بين مبلغ الخصم ومبلغ الوفر المالي الذي حققته الشركة، نظراً لعدم حاجتها إلى مصادر تمويل للزبائن.[8]

ويجدر التذكير ببعض المصطلحات المتعارف عليها، في حال منح خصم على القيمة الكلية للبضاعة. فمثلاً، يعني مصطلح صافي/30 أن الشركة تطلب في فاتورتها تسديد القيمة خلال 30 يوماً. ويعني مصطلح صافي/15/ نهاية الشهر، أنه ينبغي تسديد قيمة جميع البضائع (المرسلة قبل نهاية الشهر)، قبل الخامس عشر من الشهر الذي يليه. وأما مصطلح 10/2 صافي 30، فيعني إمكانية حصول الزبون على تخفيض بقيمة 2٪، إذا سدد القيمة خلال العشرة أيام التي تلي تسليم البضاعة، وإن لم يسدد، فعليه دفع كامل القيمة خلال مدة 30 يوماً من تسليمها.

**مثال:** تقوم إحدى الشركات ببيع 500 وحدة سنوياً، بسعر 20 ل س. وتصل التكلفة المتغيرة للواحدة بما فيها تكاليف متابعة التحصيل، إلى 12 ل س. بفرض أن الطاقة الإنتاجية تسمح بزيادة الإنتاج، دون زيادة في النفقات الثابتة. تدرس الشركة إمكانية اعتماد سياسة خصم 10/5 صافي 30، بدلاً من سياسة صافي 30 الحالية. تتوقع الشركة أن تنخفض الديون المشكوك بها، بنسبة 2٪ من المبيعات لأجل. وتتوقع في هذه الحالة، أن يقوم 25٪ من الزبائن بالاستفادة

---

[8] في حال توفر السيولة لديه، لن يقبل الزبون العرض، إلا بعد أن يجري التحليل المناظر. فهو سيقارن الربح المالي بنتيجة الخصم، مع الإيرادات الممكن الحصول عليها، في حال توظيف هذه الفوائض على الأمد القصير أو في استثمارات أخرى.

من هذا العرض. كما تتوقع الشركة انخفاض فترة التحصيل الوسطية من 30 إلى 24 يوماً فقط[9]. لا تتوقع الشركة زيادة مبيعاتها (بسبب الكساد في السوق مثلاً أو بسبب المنافسة الحادة). فإذا علمت أنه يتوفر للإدارة إمكانية توظيف أموالها المتاحة في مشاريع ذات مردودية أصغرية بقيمة 20٪ هل تنصح بهذا المشروع؟

التكاليف الإضافية الناجمة عن السياسة الجديدة:

تكلفة الخصم =المبيعات*نسبة الخصم*نسبة المستفيدين=

125=٪25*٪5*20*500

ولكن تنخفض هذه التكلفة بسبب الوفورات في نسبة الديون المشكوك بتحصيلها، والتي نحسبها من التكلفة المتغيرة للمبيعات، (إذ أن التكاليف الثابتة ستبقى كما هي مهما كان تغير المبيعات!). وبالتالي لدينا وفراً بقيمة:

120=٪2*12*500

أي أن التكلفة الإضافية، الناجمة عن السياسة الجديدة = 125–120=5

كانت السياسة السابقة تحجز مبالغاً لتمويل الزبائن، أما الآن فقد تم تخفيض حجم الزبائن، وبالتالي، يمكن استخدام مصادر التمويل التي كانت محجوزة في استثمارات أخرى، مما يستدعي تقدير انخفاض الزبائن.

رصيد الزبائن الحالي = 500*20*30\360=833.33

رصيد الزبائن المتوقع = 500*20*24\360=666.67

حجم تخفيض الزبائن = 833–666.67=166.67

[9] التقدير سيتم على أساس أن التسديد والاستفادة من الخصم قد تتم أحياناً بالدفع خلال فترة أقل من 10 أيام، كما أن نسبة الاستفادة بقيمة 25% هي نسبة تقديرية، ولا تكفي لوحدها لتقدير مدة التحصيل بشكل مباشر، أي 75%*30+25%*10=25. ولو قام هؤلاء، لتحسين علاقاتهم مع الشركة، بالتسديد خلال 5 أيام، لوجدنا أن مدة التحصيل المقدرة ستصل إلى 23.75 يوماً....

إن وظفت الإدارة هذا الفائض بمعدل 20٪، فستحصل علـى ريـع بقيمـة 33.33، وهو أكـبر مـن التكلفـة المقدرة أعلاه (أي أكـبر مـن 5). وبالتـالي، على الشـركة اللجـوء إلى سياسـة الخصـم المقترحـة.

ويمكـن تقسـيم خطـر إمـهال الزبـائن إلى نوعـين: خطـر مرتبـط بطبيعـة الزبـون ذاتـه، وخطر مـالي.

## خطر الزبون

يتجلـى هـذا الخطـر في احتمـال عـدم تسـديد الزبـون لديونـه، ممـا يعـني وضـع الشـركة في موقـف محـرج، بالإضافـة إلى احتمـال خسـارة الزبـون، في حـال عـدم تفـهم أوضاعـه. كـل ذلـك يسـتدعي بعـض الإجـراءات الوقائيـة، قبـل التعـامل معـه. وتتنـوع هـذه الإجـراءات الوقائيـة حسـب إمكانيـات الشـركة، وتوفـر الوسـائل في البلـد المعـني. يجـب أن تـهتم الشـركة بتجميـع أكـبر عـدد ممكـن مـن المعلومـات عـن الزبـون، قبـل التعـاقد معـه. ويمكـن جمـع المعلومـات بوسـائل عديـدة، منـها طلـب جداولـه الماليـة أو بعـض الحسـابات ذات الدلالـة مباشـرةً، استشـارة المعـارف في نفـس القطـاع، ومصـادر المعلومـات الرسميـة، (غرفـة الصناعـة والتجـارة، الجريـدة الرسميـة...)، اللجـوء إلى بعـض الشـركات المختصـة باسـتقصاء المعلومـات، (كمـا هـو الحـال في الـدول الغربيـة). ويمكـن التـأكد مـن مسـتندات الشـركة، إذا كـان للزبـون تعـاملٌ مسـبقٌ معـها، واستشارة العناصر الـتي كـانت علـى احتكـاك معـه.

ننبه إلى أن ضرورة عـدم الحكـم النـهائي علـى زبـون مـا بأنـه جيـد، بنـاءً علـى التعـامل معهُ في فترة مـا نظراً لاحتمـال تبـدل أوضاعـه الماليـة مـع الزمـن، ممـا يسـتدعي متابعـة اسـتقصاء المعلومـات حولـه باسـتمرار. وعندمـا تظـهر بـوادر خطـر عـدم تسـديد مـن

قبله، ينبغي استباق الظروف، واللجوء إلى الحلول المعروفة، مثل تأمين هذه الديون[10] ومختلف أساليب التغطية (انظر أدناه).

## خطر مالي

يتولد هذا الخطر من مصدرين: فمن جهة، يتصف خطر زبون الذي شرحناه سابقاً، بكونه مصدر خطر مالي خارجي، وهو يؤثر على سيولة الشركة. وفي حال انعدام الأمل في استرجاع الديون (بسبب إفلاس الزبون مثلاً)، تنخفض مردودية الشركة. ومن جهةٍ أخرى يأتي خطر زبون من مصدر داخلي، لأنه يعني تكبير الـBFR (بسبب تجميد الأموال في حساب الزبائن) على حساب الخزينة، (نفترض إهمال تغيرات الموردين والخزينة). ومن هنا تنشأ ضرورة إيجاد إدارة مالية جيدة لأسفل الميزانية خصوصاً بعد ترتيب التزامات مالية إضافية لتمويل الحاجة المالية الجديدة (أي الموافقة على إمهال الزبائن بدل إجبارهم على الدفع نقداً).

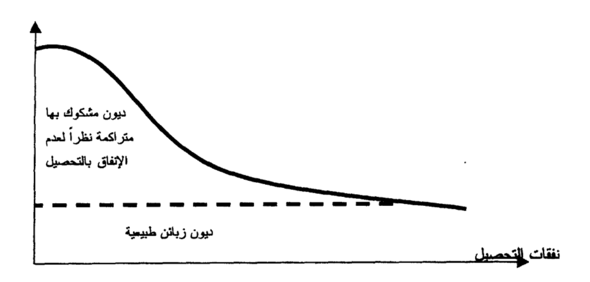
بناءً على المعطيات السابقة، تنشأ الحاجة لاعتماد سياسةٍ جيدةٍ لتغطية الديون. تحدد هذه السياسة مدة التأخر التي تتغاضى عنها، قبل اللجوء إلى إجراءات التغطية (ضغط الاتصالات الهاتفية، رسائل التذكير، رسائل مسجلة، توكيل شركات التغطية المختصة، أو اللجوء إلى القضاء مباشرةً، خاصةً في حال وجود قسم قانوني في الشركة يختص بمثل هذه المشاكل..). ويجدر بنا أن ننبه إلى خطر المبالغة في الإنفاق في تغطية الذمم، وتحصيل الديون المتوجبة على الزبائن. فبالرغم من إهمالهم، يمثل الزبائن خياراً استراتيجياً جيداً، نظراً لحجم

---

[10] تغطي شركات تأمين القروض بدورها موقفها المالي فتمنع تجاوز القروض حداً معيناً وتأخذ على عاتقها نسبةً من القرض وترفع قسط تأمينها حسب الظروف. مثلاً تصل تكلفة تغطية القرض بالنسبة للشركة الفرنسية للتأمين إلى 3.5 بالألف.

التبادلات معهم. وقد يحولون تعاملاتهم إلى شركات أخرى، أقل قساوةً في ملاحقة زبائنها. والتأخر في تطبيق سياسات التحصيل، يزيد من احتمال عدم وفاء الزبون بالتزاماته. فهناك خطر تفاقم الصعوبات المالية لبعض الزبائن، الذين يتبعون سياسة الهروب باتجاه الأمام. مما يجعل إمكانية التحصيل المستقبلية أكثر صعوبة. تكمن المشكلة دوماً في مقارنة الاستثمار في نفقات تحصيلٍ إضافية، مع الربع الذي يمكن أن يوفره الفائض المحصل للشركة.

ويميز الكثيرون بين الديون المشكوك بتحصيلها نتيجة ضعف سياسات التغطية من قبل الشركة، وتلك العائدة لظروفٍ اقتصادية عامة، خارجة عن إرادة الشركة. وكلما استثمرت الشركة في نفقات تحصيلٍ متزايدة، ستنخفض الديون المشكوك بها حتى عتبة معينة، يغدو معها الاستمرار بالإنفاق غير مجدٍ. فالتركيز على نفقات التحصيل يفيد في تخفيض مدة التحصيل، حتى مستوى يصعب على الشركة تخطيه (انظر الشكل التالي، المقتبس عن ج.فان هورن كما ورد في كتاب د.هندي):



**مثال:** تقوم إحدى الشركات ببيع 500 وحدة سنويا، بسعر 20 ل س. وتصل التكلفة المتغيرة للواحدة إلى 12 ل س. بفرض أن الطاقة الإنتاجية تسمح بزيادة الإنتاج دون زيادة في النفقات الثابتة. تدرس الشركة جدوى إنفاق 80 في تحصيل الديون من الزبائن. تتوقع الشركة أن تؤدي هذه السياسة إلى تخفيض الديون المشكوك بها بنسبة 1٪ من المبيعات لأجل. كما تتوقع الشركة انخفاض فترة التحصيل الوسطية من 30 إلى 23 يوما، فقط. فإذا علمت أنه يتوفر للإدارة إمكانية توظيف أموالها المتاحة في مشاريع ذات مردودية أصغرية بقيمة 20٪ هل تنصح بهذا المشروع؟

التكاليف الإضافية الناجمة عن السياسة الجديدة:

تكاليف التحصيل = 80

سينخفض عبء هذه التكاليف مع انخفاض الديون المشكوك بها بنسبة 1٪ من جملة المبيعات الآجلة، أي 500*12*1٪= 60

تكاليف السياسة الجديدة = 80–60=20

وستوفر هذه السياسة فوائض يمكن توظيفها بمعدل 20٪. يمكن حساب هذه الفوائض كما يلي:

رصيد الزبائن الحالي = 500*20*30\360=833.33

رصيد الزبائن المتوقع = 500*20*23\360=638.89

حجم تخفيض الزبائن = 833–638.89=194.44

إن وظفت الإدارة هذا الفائض بمعدل 20٪، فستحصل على ربع بقيمة 38.89، وهو أكبر من التكلفة المقدرة أعلاه (أي أكبر من 20). وبالتالي، على الشركة اللجوء إلى سياسة التحصيل المقترحة.

# إدارة الموردين

بقدر ما تتمتع الشركة بهامش حرية معقول نسبياً، في تحديد حجم مخزونها، وحجم حساب زبائنها يصعب عليها تحديد المبالغ التي قد يوافق الموردون على تأجيل تسديدها، أو على تحديد مدة تأجيلها. ويرتبط الأمر بطبيعة العلاقات بين الشركة ومورديها. إذا كانت الشركة صغيرة، ضعفت إمكانية تحديدها للمدة وخضعت لمشيئة البيئة المحيطة. بينما إذا كانت كبيرة، فقد تستطيع ممارسة ضغوطٍ حقيقية على الموردين وإجبارهم على القبول بشروطها، (مثل شركات التوزيع في فرنسا ..Carrefour, Auchan,).

بشكلٍ عامٍ، تعتبر الشركات أمراً حسناً كل زيادةٍ في مدة تسديد الموردين، وتعتبر هذا المورد بمثابة مورد تمويل مجاني. ولكن هذا الكلام غير صحيح، إذا قبل المورد بإجراء خصمٍ على المبلغ الكلي، في حال الإسراع بالتسديد. في هذه الحالة، توجد تكلفة، تنبغي مقارنتها مع تكلفة مصادر تمويل المشتريات، في حال التسديد.[11]

قد تستفيد بعض الشركات من ديون موردين ضخمة، مقارنةً مع حسابات زبائن شبه معدومة. في هذه الحالة، لن يحتاج التشغيل إلى مصادر تمويل دائمةٍ ليغطي احتياجاته الدوارة. وتصبح الموارد التشغيلية القصيرة الأمد، مولةً للموجودات الثابتة أيضاً. وهنا يجب الانتباه إلى خطر الاعتماد الدائم على هذه السياسة، خاصةً في حال وجود احتمال امتناع الموردين عن الاستمرار بهذه السياسة. ما إن يقرر الموردين تخفيض المدة ستقع الشركة في مشاكل خزينية، قد يصعب الخروج منها.

[11] خصوصاً إذا كانت هذه المصادر قصيرة الأمد.

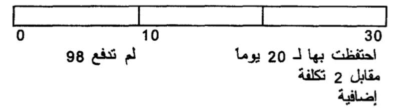
نعرف التمويل عن طريق الموردين بأنه أحد أنواع القروض التي تقبضها الشركة بشكل سلع ومواد أولية وتسددها لاحقاً بشكل نقدي. وغالباً ما تمتد فترة الموردين لمدة لا تتجاوز الأشهر، لذلك نعتبر الموردين إحدى وسائل التمويل القصيرة الأمد التي سنتعرف على أهم أنواعها لاحقاً.

من المفيد التعرف الدائم على تكلفة ديون الموردين M، (في حال وجود خصم بنسبة ε، إذا تم التسديد خلال شهر من أصل فترة كلية شهرين). أي لدينا حالة ε/30 صافي 60. إذا تم التسديد خلال 30 يوماً، فسيدفع الزبون مبلغ M(1-ε) أما إذا لم يسدد فهو سيحتفظ بهذا المبلغ مقابل تكلفة قيمتها ε.M وبالتالي، فإن الاحتفاظ بهذا المبلغ لمدة شهر، يعني معدل تكلفة نسبي مقداره ε.M/[M(1-ε)] أي لدينا:

$$\text{معدل التكلفة السنوي} = 12 * \varepsilon.M / [M(1-\varepsilon)]$$

<u>مثـال</u>: احسب تكلفة موردين بقيمة 100 في حالة 10/2 صافي 30، وعدم التسديد إلا في نهاية الشهر.

لو سدد الزبون في العشرة أيام الأولى، لاستفاد من خصم بقيمة 2٪ * 100 = 2 إلا أن الشركة قررت عدم التسديد، والاحتفاظ بالـ98 لمدة 20 يوماً الباقية مقابل زيادة التكلفة بقيمة 2.




إن تكلفة الموردين خلال فترة الاحتفاظ، أي الـ20 يوماً = 2 / 98 = 0.0204

وبالتالي، فإن التكلفة اليومية = 20/0.0204= 0.00102

أي أن التكلفة السنوية = 0.00102 * 360 = 36.37٪

ولو كانت الشروط 10/2صافي 20، لوجدنا أن التكلفة ترتفع إلى 73.44٪
ولو كانت الشروط 10/2صافي 60، لوجدنا أن التكلفة ترتفع إلى 14.69٪
**نتيجة**: بقدر ما تكون مدة التسديد طويلة بقدر ما تنخفض تكلفة الموردين.

**ملاحظة**: إذا لم يسدد الزبون خلال المدة المحددة من قبل المورد، (أي خلال فترة الائتمان التجاري)، فإنه يخضع بالإضافة إلى تكلفة المورد السابق ذكرها إلى تكاليف من طبيعة أخرى، مثل تطبيق غرامات أو خضوعه لملاحقات قضائية تؤثر على الشركة وتُضعف الثقة فيها، مما يعني نقص الموارد المستقبلية المتاحة لها، أو زيادة تكاليفها. وهذا يعني خلق تكاليف فرص ضائعة Coût d'opportunité على الشركة في المستقبل.

حسب النظرة التقليدية، يجب تسديد الديون التي مولت الاستثمارات، عن طريق التمويل الذاتي الذي ينتج عن نشاطها. وهذا يعني، أن هذا النوع من الديون، لا يمكن أن يكون (حسب النظرة التقليدية دوماً) إلا طويل الأمد. وحسب هذه النظرة يمكن عن طريق تسييل (أو المساومة على) الأصول الدوارة تسديد الديون التي مولتها. وهذا يعني أن مثل هذه الديون يمكن أن يكون قصير الأمد. وبما أن مقدار ومواعيد استحقاق الديون معروفٌ سلفاً، بينما تحصيل الأصول، وتسييلها أمرٌ مشكوك بتحققه، يُنصح بأن يكون حجم هذا النوع من الأصول، أكبر من حجم الديون القصيرة الأمد. وبالتالي سيتم تمويل جزءٍ من الأصول الدوارة، برؤوس أموال دائمة. بمعنى آخر يجب على الـFR أن يكون موجباً. كنا قد ناقشنا سابقاً عدم صحة هذا الكلام، ووجود شركات تعمل بـFR سالب وتعتبر بصحةٍ ماليةٍ جيدةٍ.

# فصل 3.II: جداول التمويل

تطورت طرق تحضير جداول التمويل تدريجياً، بحيث أصبح بالإمكان التمييز بين الجداول التي تدرس الموارد والاستخدامات من جهة، وتلك التي تهتم بالتدفقات ذات الطبيعة النقدية، والتي سنتعرض لها لاحقاً (جداول تدفقات الخزينة).

يهتم علم المالية التقليدي بضمان حقوق المُقرضين، وعلى وجه الخصوص المصارف. يهدف هذا العلم عادةً، إلى تخفيض المخاطر قدر الإمكان، ويحاول جاهداً احترام التوازن المالي عن طريق بنية مالية يعتبرها مثاليةً. بناءً على ذلك يلعب الـFR دوراً أساسياً في نظم علاقات الشركة بدائنيها، إذ يُعتبر بمثابة المؤشر الرئيسي على خطر عدم قدرة الشركة على الوفاء بالتزاماتها. وبسبب عدم كفاية التحليل على أساس الـFR فقط فقد بدأت منذ السبعينات، عملية مقارنته بالـBFR، وذلك لشرح تغيرات الخزينة (TRE). وقد تم الاعتماد في هذا النهج على المعادلة المعروفة FR=BFR+TRE، والتي لا تقتصر صحتها على الأرصدة في الميزانية، وإنما تصح أيضاً بالنسبة للتدفقات. يكفي أخذ تغيرات حدودها، لنجد أن المعادلة التالية صحيحة أيضاً:

$$\Delta FR=\Delta BFR+\Delta TRE$$

بناءً على هذه المعادلة، سنحاول شرح جدول التمويل التقليدي، من خلال دراسة تغيرات أعلى الميزانية، ثم أسفل الميزانية.

# جدول تغيرات أعلى الميزانية

يهدف هذا الجدول، لتحليل تغيرات أعلى الميزانية ويشرح تداخلات الميزانيات، وحسابات النتيجة والتشغيل. ويقوم بشرح كيفية استخدام الموارد المالية الطويلة

| موجودات ثابتة صافية Imn | رأس المال Cap |
| --- | --- |
| | احتياطات و أرباح Ben + Réserve |
| | مؤونات Prov |
| رأس المال العامل FR | ديون طويلة الأجل DLT |

الأمد، ويكون التركيز على الاستخدامات المستديمة، ونصل بالنتيجة إلى تغير رأس المال العامل الذي يعتبر بمثابة صلة الوصل مع أسفل الميزانية التي سندرسها فيما بعد. لنكتب الآن أعلى الميزانية بالشكل التالي:

$$FR + Imn = Cap + Reserve + Ben + Pro + DLT$$

وبأخذ التغيرات، نستطيع أن نكتب العلاقة بين الموارد واستخداماتها:

$$\Delta FR + \Delta Imn = \Delta Cap + \Delta Reserve + \Delta Ben + \Delta Pro + \Delta DLT \quad (*)$$

و لكن هذه العلاقة جامدة وتحتاج إلى تحليل أكثر عمقا.

$\Delta Imn = AQ - Dotam - Cess_net$

$\Delta DLT = NDLT - RDLT$

$\Delta Reserve + \Delta Ben = \Delta Reserve + Ben_n - Ben_{n-1} = \Delta Reserve + Ben_n - (\Delta Reserve + Div_ap)$

حيث Div_ap = الحصص التي ستوزع من نتيجة السنة (n-1) في السنة n، وبالتالي ستصبح Div_p، أي حصص موزعة ومدفوعة في السنة n. وهكذا نجد:

$$\Delta Reserve + \Delta Ben = Ben_n - Div_p$$

بالتعويض بالعلاقة (*) نجد:

$$\Delta FR + AQ + RDLT + Div_p = \Delta Cap + NDLT + Cess_vente + (MBA - Res_excep)$$

حيث القيمة المحاسبية VNC أو Cess_net تساوي قيمة البيع Cess_ventek، مطروحا منها النتيجة الاستثنائية، بعد تصفية الموجودات المباعة (Res_excep)[1]. وهكذا نجد صيغة جدول التمويل الذي يدرس أعلى الميزانية:

$$\Delta FR + AQ + RDLT + Div_p = \Delta Cap + NDLT + Cess_vente + CAF \quad (**)$$

بشكل عام يمكن تكوين جدول التمويل في أعلى الميزانية، بالشكل الآتي:

| استخدامات | موارد |
|---|---|
| امتلاكات جديدة AQ | ارتفاع رأس المال ΔCap |
| تسديد ديون ط.م.أجل RDLT | القدرة على التمويل الذاتي CAF |
| الحصص المدفوعة Div_p | قيمة بيع موجودات ثابتة Cess_vente |
| تغير رأس المال العامل ΔFR | قروض جديدة ط.م.أجل NDLT |

[1] قد تكون هذه النتيجة ربحا، أي فائضا عن قيمة التخلي (Plus value de cession)، أو خسارة، أي نقصانا عن قيمة التخلي (Moins value de cession).

**مثال**: تقدمت إحدى الشركات بالميزانيتين الآتيتين:

| الأصول | 1997 | 1998 | الخصوم | 1997 | 1998 |
|---|---|---|---|---|---|
| موجودات ثابتة | 560 | 705 | رأس المال | 100 | 100 |
| | | | احتياطات | 100 | 130 |
| مخزون | 420 | 460 | ربح قبل التوزيع لحصص واحتياطات | 50 | 60 |
| | | | ديون طويلة الأجل | 390 | 480 |
| زبائن | 160 | 210 | موردون | 460 | 545 |
| | | | ضرائب للدفع | 40 | 49 |
| صندوق | 20 | 10 | مكشوف | 20 | 21 |
| مجموع الأصول | 1160 | 1385 | مجموع الخصوم | 1160 | 1385 |

وتوفرت المعلومات الآتية للعامين 1997 و 1998:

| | 1997 | 1998 |
|---|---|---|
| الحصص التي ستوزع من النتيجة Div_ap | 20 | 25 |
| القسم الموضوع في الاحتياطات من النتيجة | 30 | 35 |
| أعباء الاهتلاك | 50 | 55 |
| قيمة بيع موجودات ثابتة | | 100 |
| القيمة المحاسبية للموجودات الثابتة المباعة | | 50 |
| نفقات مالية (فوائد) | 50 | 60 |
| تسديد ديون طويلة الأجل | 30 | 40 |

المطلوب تحضير جدول تمويل أعلى ميزانية الشركة للعام 1998.

**الحل**: نبدأ بحساب عناصر جدول التمويل تدريجيا، فنجد:

$\Delta Imn = AQ - Dotam - Cess_net$

$AQ = \Delta Imn + Dotam + Cess_net$

$AQ = (705-560) + 55 + 50 = 250$

$\Delta DLT = NDLT - RDLT$

وبالتالي $NDLT = \Delta DLT + RDLT = (480-390) + 40 = 130$

الحصص التي تم توزيعها عام 1998، تساوي الحصص التي تم إقرار توزيعها في العام السابق وبالتالي قيمتها 20.

تغير رأس المال = 0

نتيجة عام 1998 = الحصص التي يتوزع + ما سيوضع في الاحتياطات =
60 = 35 + 25

$CAF = MBA - Res_Excep$
$= Ben + Dotam + Dprov - (cess_vent - Cess_nette) = 60 + 55 + 0 - (100-50) = 65$

وبحساب رأس المال العامل مباشرة من الميزانيتين، نجد أن:

FR للسنة 1997 = (50+ 100 + 100) + 390 – 560 = 80

FR للسنة 1998 = (60+ 130 + 100) + 480 – 705 = 65

أي أن هناك انخفاض في رأس المال العامل.

بعد هذه الحسابات، نستطيع تحضير جدول التمويل:

| استخدامات | | موارد | |
|---|---|---|---|
| امتلاكات جديدة AQ | 250 | ارتفاع رأس المال ΔCap | 0 |
| | | القدرة على التمويل الذاتي CAF | 65 |
| | | قيمة بيع موجودات ثابتة Cess_vente | 100 |
| تسديد ديون ط.م.أجل RDLT | 40 | قروض جديدة ط.م.أجل NDLT | **130** |
| الحصص المدفوعة Div_p | 20 | **انخفاض رأس المال العامل ΔFR** | **15** |

# جدول تغيرات أسفل الميزانية

يمكن تقديم جدول التمويل لأسفل الميزانية بالشكل التالي:

| استخدامات | موارد |
|---|---|
| ارتفاع المخزون | تغير رأس المال العامل |
| ارتفاع الزبائن | |
| الضرائب المدفوعة | ارتفاع الموردين |
| تغير الخزينة | ضرائب للدفع |

من خلال تحليل تغيرات أسفل الميزانية، نتعرف على نتائج سياسة الشركة الطويلة الأمد على الأصول، والخصوم القصيرة الأمد (أو الدوارة). ويلعب رأس المال العامل دور الوسيط، في إظهار العلاقة بين جزأي الميزانية. من خلال تحليل أسفل الميزانية سنعرف إذا كانت الاستخدامات الطويلة الأجل تمول بموارد طويلة أو قصيرة الأمد. كما يسمح لنا هذا التحليل، بمعرفة أثر سياسة الشركة التمويلية على خزينتها (سيولتها).

وبتطبيق المثال السابق، نجد أنه بالنسبة للعام 1998:

تغير المخزون = 40 وتغير الزبائن = 50، و تغير الموردين = 85، والضرائب المدفوعة 40 والضرائب التي ستدفع = 49.

أما تغير الخزينة فيحسب من خلال كل خزينة سنوية، حيث الخزينة = الموجودات النقدية – المطاليب النقدية فنجد:

بالنسبة لعام 1997 الخزينة = 0، ولعام 1998 الخزينة = –11 أي أن تغير الخزينة = –11 – 0 = –11

| استخدامات | | موارد | |
|---|---|---|---|
| انخفاض رأس المال العامل ΔFR | 15 | ارتفاع الموردين | 85 |
| ارتفاع المخزون | 40 | | |
| ارتفاع الزبائن | 50 | ضرائب للدفع | 49 |
| ضرائب مدفوعة | 40 | انخفاض الخزينة | 11 |
| مجموع الاستخدامات | 145 | مجموع الموارد | 145 |

نستنتج أنه مع انخفاض رأس المال العامل، (زيادة الموجودات الثابتة أكثر من المطاليب الطويلة الأجل) لم يكف ارتفاع ديون الموردين، لتمويل ارتفاع الأصول الدوارة، وهذا ما أدى لانخفاض الخزينة. بمعنى آخر، نستطيع القول أن التزايد في رأس المال العامل يعكس انخفاض الموارد القصيرة الأمد، عن الاستخدامات القصيرة الأمد، والعكس صحيح. وهكذا نجد، أننا نستطيع الوصول إلى تغير رأس المال العامل إما من الجزء الأعلى من جدول التمويل، أو من الجزء الأسفل (بجمع تغير الـBFR والـTRE). كما يمكن استنتاج تغير الخزينة، بطرح تغير الـBFR من تغير الـFR.

بشكل مبسط، نستطيع أن نكتب جدول التمويل التقليدي بالشكل التالي:

| استخدامات | موارد |
|---|---|
| امتلاكات جديدة AQ | ارتفاع رأس المال $\Delta$Cap |
| | القدرة على التمويل الذاتي CAF |
| تسديد ديون ط.م.أجل RDLT | قيمة بيع موجودات ثابتة Cess_vente |
| الحصص المدفوعة Div_p | قروض جديدة ط.م.أجل NDLT |
| **تغير رأس المال العامل $\Delta$FR** | |
| ارتفاع المخزون | ارتفاع الموردين |
| ارتفاع الزبائن | |
| الضرائب المدفوعة | ضرائب للدفع |
| **تغير الحاجة لرأس المال العامل $\Delta$BFR** | |
| تغير المتاح (صندوق ومصرف) | تغير الديون الخزينية (مكشوف وديون مصرفية ق.أ) |
| **تغير الخزينة** | |

تعلمنا المعادلة التي يقوم على أساسها هذا الجدول، أن كل زيادة في BFR غير ممولة بزيادة من FR ستؤدي إلى تدهور وتراجع في وضع الخزينة. ولكن يجب التنبيه إلى أنه لا يكفي وجود FR سالب أو TRE سالبة، للتأكيد على أن وضع الشركة المالي سيئ.

**مثـــال**: أثنـاء تحليلـه المـالي عـام 1981 لشـركة كـازينو (شـركة توزيـع) وجـد S.PARIENTE القيـم التاليـة:

| FR | BFR | TRE |
|---|---|---|
| 46.9– مليون ف ف | 611.3– مليون ف ف | 564.4+ مليون ف ف |

وعندمـا حلـل M.ALBOUY شـركة مـيرلان جـيران الصناعيـة، وجـد التغـيرات التاليـة، بـين عـامي 1980 و1981:

| ΔFR | ΔBFR | ΔTRE |
|---|---|---|
| 47.4+ مليون ف ف | 106.5+ مليون ف ف | 59.1– مليون ف ف |

كما نـرى، هنـاك تنـاقض في الوضـع المـالي بـين الشـركتين. ومـع ذلـك اعتـبرت كـل منـهما في تلـك الفـترة في وضـع مـالي جيـد، وكـانت الأوسـاط الماليـة تثـق بـهما كثـيرا، كما أن نتائجـهما في البورصـة كـانت مميـزة.

ويعتمد هـذا الجـدول على حسـن فصـل المـوارد عـن الاسـتخدامات، لذلـك نجـد تقاطعا كبـيرا بينـه وبـين الميزانيـة التفاضليـة (أي نتيجـة طـرح الميزانيـات المتتابعـة). ولهـذا نجد المبـادئ التاليـة:

- إن زيـادة المطـاليب، تنشـأ مـن زيـادة الالتزامـات العامـة للشـركة، والـتي تولـد حقنا لمصادر ماليـة جديـدة، لذلـك نضعـها بـين المـوارد.
- إن انخفـاض المطـاليب، يعـني تسـديدا لالتزامـات سـابقة. ولا يمكـن التسـديد دون إنفـاق رؤوس أمـوال، ممـا يدفعنـا لوضـع هـذا الانخفـاض بـين الاسـتخدامات.
- إن زيـادة الأصـول، لا تتحقـق إلا بـامتلاك أصـول جديـدة. ولا يمكـن امتـلاك أصـول جديـدة، دون إنفـاق رؤوس أمـوال، لذلـك، نضعـها بـين الاسـتخدامات.

☜ إن انخفاض الأصول، يعني التخلي عنها، مقابل تحصيل رؤوس أموال، فنضع هذا الانخفاض بين الموارد.

ويعتمد جدول التمويل التقليدي، على دراسة المقادير الثلاثة FR، BFR، TRE. ومن مزاياه المعروفة، قدرته على حث المسؤولين على الانتباه لأهمية الـBFR وطرق تمويله بـFR أو بـTRE. ويبين، أن الـFR يتعلق بشكل أساسي، بالقدرة على التمويل الذاتي، وبالقرارات ذات الطبيعة الطويلة الأمد، مثل الاستثمارات، وزيادة رأس المال، والديون، وتوزيع الحصص. كما يسمح بمعرفة كيفية تمويل الاستخدامات الطويلة الأمد، عن طريق أموال خاصة، أو عن طريق ديون طويلة الأمد. وبالتالي، فهو يعطي فكرة عن سياسة تمويل الشركة، دون أن يسمح بالحكم على موضوعيتها. وهناك انتقادات عديدة لهذا النوع من جداول التمويل، نذكر منها:

- **طرق حساب القدرة على التمويل الذاتي**: تختلف نتائج التحليل المالي حسب الطرق المتبعة في الحساب. فمثلا، يدخل في حساب الـCAF أعباء المؤونة، ويؤثر كثيرا اعتبار المؤونات القصيرة الأمد، على استقرار الموارد المالية المعتبرة.
- **تختلف نتائج التحليل المالي حسب طرق التمويل المتبعة**: فمثلا، لا يأخذ الجدول التقليدي وجود التمويل بالاستئجار خارج الميزانية (انظر لاحقا مصادر تمويل الشركة).

في حين تركز الانتقادات السابقة على الشكل، فهناك انتقادات أخرى تطعن في منهجية تحضير جدول التمويل التقليدي بحد ذاتها، وخاصة في موضوعية المعادلة، التي يقوم على أساسها. فهذا الجدول يعتمد على مبدأ القراءة الأفقية للميزانية، حيث يقوم بتوجيه موارد معينة إلى استخدامات محددة، وهذا يخالف مبدأ شمولية موارد الخزينة، وإمكانية توظيفها في كل أنواع الاستخدامات. كما

يبالغ بالاهتمام بتغيرات الـBFR إذ أنه يعطي حسب ما يقوله M.LEVASSEUR أهمية لحاجات التشغيل من حيث الطبيعة المستديمة، تتماثل مع أهمية الموجودات الثابتة. ويتهم البعض الجدول التقليدي، بأنه يظهر الخزينة كنتيجة (Résidu) للقرارات المهمة، التي تتمركز بشكل أساسي في مستوى إدارة الـBFR وإدارة الـFR. وأخيرا يتهم آخرون (G.CHARREAUX) هذا الجدول، بأنه يقوم بفرز الديون حسب تواريخ استحقاقها، ويهمل إمكانية إعادة هيكلة هذه الديون، وفق تقلبات معدلات الفائدة في السوق. وبرغم كل هذه الانتقادات، فما زال الكثيرون يعتمدونه في شركاتهم، آخذين بعين الاعتبار بعض التعديلات، مثل اعتماد الـETE بدلا من الـCAF وإعادة الموجودات المولة بالاستئجار داخل الميزانية، وإضافة جداول خاصة، تشرح حسابات التشغيل والتمويل والاستثمار...

أخذا بعين الاعتبار لكل الانتقادات السابقة، يقترح البعض جرد مختلف موارد الشركة، باعتماد مبدأ وحدة الخزينة، وتحديد التوازن بين الموارد والاستخدامات، على أساس المقارنة بين بنية الموارد والاستخدامات، أخذا بعين الاعتبار لتكلفة الموارد، ومردودية الاستخدامات. ولكن تحليل التدفقات، ما زال مجال بحث متطور، يتناوله المحللون الماليون، من وجهات نظر متعددة. ونقترح على المهتمين بتفاصيل هذه المسألة، العودة إلى ما كتبه M.ALBOUY أو E.COHEN (انظر المراجع). وأخيرا، فإننا ننوه إلى أننا سنتابع دراسة التدفقات، وجداول التمويل، بعمق أكبر، في الفقرات التي ستتناول دراسة الخزينة، وفي الكتاب الثاني، الذي سيصدر قريبا، والمتعلق بإدارة الاستثمارات، وطرق تمويل الشركة.

# فصل 4.II: تدفقات الخزينة

كنا قد ذكرنا، أن الحاجة تنجم عن مجموعةٍ من الانزياحات في الدفع والتحصيل. ونعتبر الحاجة لرأس المال، بمثابة صلة الوصل بين تدفقات التشغيل، وتدفقات الخزينة.

<u>مثال (Portait):</u> اشترت شركة تجارية لبيع الأحذية، بتاريخ 1998/1/1 بضاعة بقيمة 100 مليون ل س، وأعطيت مهلة ثلاثة أشهر للتسديد. لم تستطع تصريفها إلا بعد أربعة أشهر. بيعت البضاعة بمبلغ 140 مليون ل س. وأعطت الشركة مهلة ثلاثة أشهر للزبائن لتسديد قيمة المبيعات.

| | 1998/1/1 | 1998/4/1 | 1998/5/1 | 1998/8/1 |
|---|---|---|---|---|
| A مشتريات | 100 | | | |
| V مبيعات | | | 140+ | |
| X تغير المخزون | 100+ | | 100− | |
| Y تغير الزبائن | | | 140+ | 140− |
| Z تغير الموردين | 100+ | 100− | | |
| **تغير الحاجة لرأس المال العامل = X+Y-Z** | **0** | **100+** | **40+** | **140−** |
| **فائض التشغيل الإجمالي V − A + X = EBE** | **0** | | **40+** | **0** |
| **تدفق الخزينة = قبض من الزبائن − تسديد للموردين** | **0** | **100−** | **0** | **140+** |

<u>نستنتج أن تدفق الخزينة ETE = فائض التشغيل الإجمالي − تغير الحاجة لرأس المال العامل.</u>

ويمكننا استنتاج نفس العلاقة كما يلي:

بالنسبة لتدفقات الخزينة، يمكن أن نكتب بشكل مبسط أن:

المقبوضات = المبيعات (Vente) – فائض الزبائن ($\Delta R$)

المدفوعات = شراء (Achat) + نفقات التشغيل (Chge) – زيادة الموردين ($\Delta F$)

و بالتالي:

تغير الخزينة = المقبوضات – المدفوعات

=مبيعات–(شراء–تغير مخزون)–نفقات تشغيل– (تغيرمخزون + تغير زبائن – تغير موردين)

=فائض تشغيل إجمالي – تغير الحاجة لرأس المال العامل

$$\Delta TRE = EBE - \Delta BFR$$

إن هذه العلاقة، تربط التدفقات المالية بتدفقات التشغيل، وتشرح تدفق الخزينة بدلالة الـ EBE و تغير الـ BFR. وهي صيغة مبسطة جداً، ويجب الانتباه إلى أنها تهمل الكثير من العوامل المؤثرة في الخزينة. فكما رأينا، تم أخذ حالة شركة تجارية لبيع البضائع الجاهزة. أما في الحالة العامة، فالمواد الأولية تتحول إلى مواد نصف مصنعة (مخزون مواد نصف مصنعة) ثم إلى مواد جاهزة (مخزون مواد جاهزة). وتأخذ هذه المواد قيمة أعلى، بحسب القيمة المضافة من قبل الشركة. وتكافئ القيمة المضافة، في هذه الحالة، نفقات التصنيع. كما يجب الانتباه إلى حقيقة، أن هذه العلاقة لا تأخذ بعين الاعتبار سوى متغيرات التشغيل (وهي المجموع ETE الذي عرفناه سابقاً) بينما يوجد الكثير من الأحداث والمتحولات، غير المتعلقة فعلياً بالتشغيل السنوي المعتاد (مثل تسديد الديون، وتوزيع الحصص، الضرائب، امتلاكات أو تخلي عن أصول قديمة...). ولذلك نضطر للبحث عن علاقة لتدفقات الخزينة أكثر شمولية.

# جدول تمويل فيتركس

ويهدف هذا الجدول إلى تحديد قدرة الشركة على الاستدانة، دون العودة للمعايير التقليدية، من نسب استدانة أو FR وغيرها، من حسابات الميزانية. كما يحاول الابتعاد عن النظرة الساكنة، والسعي نحو تحليلٍ ديناميكيٍ، يرتكز على تشغيل الشركة، وقدرة هذا التشغيل على توليد تدفقات خزينية. وحجر الأساس في هذا الجدول، هو تدفقات خزينة التشغيل Flux Internes de Trésorerie d'Exploitation.[1] فبعد أن كانت الـMBA المعيار الأساسي خلال الستينات، في تقييم فعالية الشركة وقوتها جاء هذا النموذج، ليحد من أسطورتها. وكنا قد ذكرنا أن فائض خزينة التشغيل ETE يُعطى بالمعادلة الآتية:

فائض خزينة التشغيل = فائض التشغيل الإجمالي – فرق الحاجة لرأس المال العامل.

وحسب جدول فيتركس، تستطيع الشركة الاستدانة قدر ما تشاء، بشرط أن يتجاوز الـETE حجم النفقات المالية، والحصص التي ستوزع (أي أن يغطي تكلفة المصادر المالية للشركة) والضرائب. ويزعم هذا الجدول، أنه طالما بالإمكان تمويل تسديد الديون بديونٍ جديدةٍ، يمكن اعتبار الاستدانة مقبولة، طالما الشرط السابق محقق.

ونستنتج بأنه حسب هذا المنظور بالتفكير، يقوم الـEBE بشكلٍ أساسيٍ، بتمويل تغيرات بنية الـBFR وتكلفة مصادر التمويل (النفقات المالية والحصص) والضرائب. وتمول الاستثمارات الجديدة بتجديد أو بزيادة الديون، أو بزيادة الأموال الخاصة.

---

[1] ومن أوائل هذه الكلمات جاءت تسمية فيتركس FITREX

تذكرنا هذه الطريقة، بالتفكير الاقتصادي الجزئي microéconomique بطريقة التفكير الاقتصادي الكلي macroéconomique التي تعرضت لها نظرية هارود ودومار، بخصوص نمو الديون الوطنية، والمتعلقة بقيد الموازنة الزمني. حسب هذا القيد، تعتبر زيادة الديون الحكومية مقبولة، طالما غطت زيادة الناتج الوطني المحلي الاسمي (الحقيقي) النفقات المالية الاسمية (الحقيقية) المطلوبة.[2]

لم يسلم هذا النموذج من جداول التمويل من الانتقادات، نظراً لقراءته الأفقية للحسابات، حيث يوجه موارد معينة إلى استخدامات محددة، ولا يحترم شمولية أموال الخزينة. كما أنه يتجاهل المخاطر المالية، التي تنشأ عن النفقات المالية، فكما نعلم، يوجد تذبذبٌ كبيرٌ في قيم الـETE مقارنة مع الاستقرار النسبي للنفقات المالية، التي يجب تغطيتها. ونظن أن مبررات طرح أو تبني هذا النوع من الجداول، تتواجد في طبيعة الظروف الاقتصادية، التي سادت سنوات السبعينات والثمانينات، والتي تميزت بمعدلات فائدةٍ سالبةٍ، شبه دائمةٍ. إلا أن انخفاض التضخم الذي تلا هذين العقدين، يشكك في متانة هذا الجدول وطروحاته. من جهةٍ أخرى، ننبه إلى أنه بمقدار صلاحية هذا الجدول، نسبياً للشركات ذات النشاط المستقر، أو النمو المعتدل، فإنه من الصعب التكهن بصلاحيته للشركات ذات النمو السريع، أو التي تستثمر في أسواق عالية الخطورة. بناءً على هذه المصاعب، ونظراً لتقلص دور اقتصاد الاستدانة، فقد أصبح هذا الجدول باطلاً.

---

[2] انظر Douraid DERGHAM "Ressources permanentes et ressources transitoires de l'Etat", Rapport du DEA, 1995, Université PARIS X, Annexe 15.1

# علاقة الجدول متعدد السنوات

يقوم جدول الخزينة المتعدد السنوات، بفرز التدفقات ضمن مجموعاتٍ متجانسةٍ، متعلقةٍ بالتشغيل والاستثمار والتمويل والضرائب. فيما يلي نستعرض مختلف الخطوات التي تؤدي إلى هذا الجدول:

نعوض العلاقة $CAF = EBE - Imp_ap + Res_fin$ بالعلاقة (**) (في **الصفحة 159**) فنجد

$$\Delta FR + AQ + RDLT + Div_p + Imp_ap = \Delta Cap + EBE + NDLT + Cess_vente + Res_fin$$

وهي صيغة مكافئة لعلاقة جدول التمويل حيث تظهر التحولات بدلالة EBE وRes_fin وImp_ap

بما أن $\Delta FR = \Delta BFRex + \Delta BFRhex + \Delta TRE$ و$\Delta BFRhex = -\Delta Imp_ap = Imp_p - Imp_ap$ [3] نجد المعادلة A التالية:

**(A)**

$$\Delta TRE = \underline{EBE - \Delta BFRex} - (AQ - Cess_vente) + NDLT + \Delta Cap - RDLT - Div_p + Res_fin - Imp_p$$

3 هذا الحساب، عادةً، يتكون من الضرائب

وهكذا، نستطيع التمييز بين ثلاثة أنواعٍ من التدفقات:

- $EBE - \Delta BFRex$ التي تنجم عن **تدفقات التشغيل.**
- $AQ - (Cess_vente)$ التي تنجم عن **تدفقات الاستثمار.**
- $NDLT + \Delta \boldsymbol{Cap} - RDLT - Div_p + Res_fin - Imp_p$

  التي تنجم عن **تدفقات المولين والدولة.**

ويرتكز الجدول على الرصيد الناتج من كل نوع، في بناء تشخيصه المالي للشركة. أما $\Delta TRE$ النهائية، فتعبر عن ناتج الخزينة الصافي، والذي سيوزع على مكشوف وسيولة. يتخذ جدول تدفقات الخزينة المتعدد السنوات، الشكل التالي:

| | استخدامات | موارد |
|---|---|---|
| التشغيل | تزايد BFRex | EBE |
| | **فائض خزينة التشغيل $\Delta$TREex = ETE** | |
| الاستثمار | امتلاكات AQ | **$\Delta$TREex** |
| | صافي تدفق الخزينة بعد التشغيل والاستثمار | بيع موجودات |
| الممولون والضرائب | حصص موزعة | صافي تدفق الخزينة بعد التشغيل والاستثمار |
| | نتيجة مالية | ديون جديدة |
| | تسديد ديون | |
| | ضرائب مدفوعة | مصادر تمويل أخرى |
| | تدفق الخزينة النهائي | |

**في الجزء المتعلق بالتشغيل، يتم التركيز على الـETE. أما فيما يتعلق بالاستثمار وتطور نمو الشركة، فيُشترط أن يكون صافي تدفق الخزينة (بعد التشغيل**

والاستثمار) مرتفعاً قليلاً بما يكفي، ليضمن استقرار النمو على الأمد البعيد. وهذا الشرط يعني ضرورة تمويل مختلف استثمارات الشركة (BFR وموجودات ثابتة) من الـEBE. ينصح هذا الجدول، بأن يكون من جهة تدفق الخزينة النهائي شبه معدوم، ومن جهةٍ أخرى، أن يكون صافي تدفق الخزينة (بعد التشغيل والاستثمار) موجباً قليلاً. وينصح هذا الجدول بتسديد الديون القديمة، والنفقات المالية، والضرائب على الأرباح من الديون الجديدة.

وبأخذ نفس المثال السابق نجد:

| | استخدامات | | موارد | |
|---|---|---|---|---|
| التشغيل | تزايد BFRex | 5 | EBE = CAF – Res_fin + Imp_ap | 174 |
| | فائض خزينة التشغيل ΔTREex | 169 | | |
| الاستثمار | امتلاكات AQ | 250 | ΔTREex | **169** |
| | صافي تدفق الخزينة بعد التشغيل والاستثمار | 19 | بيع موجودات | 100 |
| الممولين والضرائب | حصص موزعة | 20 | صافي تدفق الخزينة بعد التشغيل والاستثمار | 19 |
| | نفقات مالية | 60 | ديون جديدة | 130 |
| | تسديد ديون | 40 | | |
| | ضرائب مدفوعة | 40 | | |
| | | | تدفق الخزينة النهائي | 11 |

كما نرى، يركز هذا الجدول على المقادير الثلاث التالية:

1- صافي الموارد الداخلية المتبقية بعد تمويل النمو (تشغيل واستثمار) أي صافي تدفق الخزينة بعد التشغيل والاستثمار.

2- رصيد المصادر الخارجية، أي (تغير الديون –الفوائد والضرائب والحصص).

3- الرصيد الجاري = الرصيد الداخلي + الرصيد الخارجي.

وفي هذه الحالة، نجد أن ارتفاع الرصيد الجاري، ينجم إما عن ضعف في الاستثمار، أو عن عدم توظيف كاف للموارد الخارجية المتاحة. وأما الانخفاض في هذا الرصيد، فيعني إما خطة استثمارية طموحة جداً، تستدعي تخفيف الاستثمارات، أو ضعف في الموارد الخارجية، مما يستدعي تفعيلها. وأما انعدام هذا الرصيد، فيشير إلى نمو متوازن، قد يكون مرده إلى وجود توازن بين تغيرات الرصيدين، حيث نواجه إما انعدامهما أو أن الزيادة في أحدهما، تساوي النقصان في الآخر.

<u>نستفيد من تغير الخزينة في المعادلة ( A ) في حساب التدفقات المتوقعة للاستثمارات المستقبلية.</u>[4] وهذا يُسهِّل تقييمها ومقارنتها.

وبشكل مبسط، من أجل استثمار مدته n سنة، نقسم التدفقات إلى ثلاثة أنواع: البداية، ثم من الفترة الأولى حتى الفترة (1-n) وأخيراً الفترة النهائية.

<u>في البداية:</u> نحتاج لتمويل سعر الآلة[5] ولتمويل تغير الحاجة إلى رأس المال العامل[6]. وهذا هو التدفق الأولي ،ويعتبر سالباً.

$$\Delta TRE = - AQ - \Delta BFR = - AQ - \Delta S - \Delta R + \Delta F$$

[4] سنرى لاحقاً، الصيغة النهائية للتدفقات الواجب حسابها، من أجل تقييم جدوى استثمار ما.

[5] ينبغي عموماً، أخذ نفقات النقل والتركيب وغيرها، بعين الاعتبار.

[6] غالباً ما يكون هذا التغير زيادةً في الـ BFR وذلك لأن زيادة ديون الموردين عادةً، تقل عن الزيادة في المخزون أو الزبائن.

**من الفــترة الأولــى وحتــى الفــترة n-1:** نفرض أن فعاليـة الإنتـاج والبيـع بـدأت في السـنة الأولـى. لذلـك، بفـرض ثبـات الفعاليـة مـع الزمـن، وثبـات الضريبـة أيضـاً، أي، (Imp_ap = Imp_p)[7] نجـد:

$$\Delta TRE = EBE - Imp_ap$$

سنفترض انعـدام كـل الحـدود الأخـرى في المعادلـة السـابقة، الـتي يمكـن كتابتـها عندئذٍ، كمـا يلـي:

$$\Delta TRE = EBE - \tau*(EBE\text{-}Dotam) = (1\text{-}\tau)*EBE - \tau*Dotam$$

**وفي الفترة الأخيرة:**

$$\Delta TRE = EBE - Imp_ap + Cess_vente - Imp_PV + Recuperation\ BFR$$

حيـث Imp_PV يعـبر عـن الضريبـة علـى ربـح بيـع الموجـودات، وrecuperation BFR يعبر عن استرجاع الحاجة لرأس المال العامل.

وبشكل ملخص نكتب:

| اللحظة 0= $A_0$ | تدفق السنة i = $A_i$ حيث i = 1....(n-1) | تدفق السنة الأخيرة = $A_n$ |
|---|---|---|
| – AQ | EBE | EBE |
| – BFR | - Imp | – ضرائب أرباح التشغيل وبيع الموجودات |
| | | + بيع الموجودات |
| | | + استرجاع الحاجة لرأس المال العامل |

[7] يجب الانتباه لافتراضنا تساوي الضريبة المدفوعة مع التي سيتم دفعها، أو افتراض دفعها مباشرةً في نفس السنة المعنية. أما في حال تأجيل الدفع للسنة التالية لن ينشأ تدفق ضرائب في السنة الأولى وإنما اعتباراً من نهاية السنة الثانية. أما في نهاية السنة الأخيرة عند تصفية المشروع نأخذ بعين الاعتبار ضريبة السنة الأخيرة والتي تسبقها سويةً.

**مثال:** ستقوم إحدى الشركات في بداية العام 1998 بالاستثمار في إنتاج سلعة جديدة. وتكلفة الآلة التي ستستخدم في الإنتاج 300000 ل س. وتنتج هذه الآلة 1000 قطعة في الشهر. وتصل تكلفة المواد الأولية الداخلة في صناعة كل قطعة إلى 10 ل س. ومن أجل حسن سير العمل، يلزم تكوين مخزونٍ من هذه المواد بما يعادل إنتاج شهرٍ كامل. وتجدر الإشارة إلى ضرورة تكوين مخزون مواد نصف مصنعة ومنتهية بقيمة 10000 ل س على الأقل. وتكلفة اليد العاملة تعادل 8000 ل س شهرياً. واستهلاك الطاقة الشهري يساوي 2000 ل س.

وتباع القطعة بـ 30 ل س، ويدفع الزبائن بعد 3 أشهر من تاريخ البيع، ويوافق الموردون على تأخير تسديد المشتريات لمدة 3 أشهر، أيضاً. عمر المشروع عشر سنوات، ومعدل الضريبة على الأرباح 45٪. وإذا علمت أن الآلة يمكن أن تباع بعد عشر سنوات بـ 90000 وأن الضريبة على الأرباح الاستثنائية 45٪ احسب تدفقات الخزينة في كل سنة.

- ففي اللحظة 0 أي في 1998/1/1 نجد أن تدفقات الخزينة السالبة تساوي سعر الآلة (300000) و تكوين الـBFR:

زيادة الـ BFR = زيادة المخزون (10*1000 + 10000) + زيادة الزبائن (3*1000*30) – زيادة الموردين (3*1000*10) = 80000

- ومن السنة 1 و حتى 9 يمكن حساب تدفقات الخزينة بطرح النفقات النقدية (مشتريات ونفقات تشغيل وضرائب) من المقبوضات النقدية في كل سنة. وهكذا نجد:

تدفقات الخزينة = EBE – ضرائب الربح[8]

وضمن هذه الشروط، ضرائب الربح = معدل الضريبة ( Dotam – EBE) نجد:

[8] ضرائب الربح = معدل الضريبة (EBE – الاهتلاك) حيث أن الاهتلاك لا يعتبر نفقة (فلا يدخل في النفقات النقدية الفعلية) وإنما يدخل في حساب الضريبة.

تدفقات الخزينة = (1–معدل الضريبة) EBE + معدل الضريبة * Dotam

النفقات = تكلفة المواد الأولية + أجرة اليد العاملة + الطاقة المستهلكة

= 1000*10 * 12 + 8000* 12 + 2000 *12 = 240000 ل.س

المبيعات = 12 * 30 * 1000 = 360000 ل س وبالتالي

EBE = 360 000 –240 000 = 120 000

النتيجة الإجمالية = المبيعات – نفقات التشغيل – الاهتلاك السنوي

= 360000 – 240000 – 30000 = 90000 ل س

وهكذا، يمكن حساب تدفقات الخزينة بإحدى الطرق الآتية:

☜ تدفقات الخزينة = (1–معدل الضريبة) EBE + معدل الضريبة * Dotam

= (1–45٪) (360000–240000) + 45٪ (30000)

= 79500

☜ أو تدفقات الخزينة = EBE – الضريبة

= (360000–240000) – 45٪* 90000 = 79500

☜ أو تدفقات الخزينة = الربح الصافي + Dotam

= (1–45٪) (90000) + 30000 = 79500

- وفي الفترة العاشرة والأخيرة، نجد أن تدفقات الخزينة، تتألف من التدفقات الجزئية الآتية:

1– (1–معدل الضريبة) EBE + معدل الضريبة * Dotam = 79500

2– بيع الآلة = 90000

3– الضريبة على الأرباح الاستثنائية بنتيجة بيع الآلة = 45٪ * 90000 = 40500

4– استرجاع الحاجة لرأس المال العامل = 80000

وبالتـالي تدفقـات الخزينـة للسـنة الأخـيرة =

$$209000 = 80000 + 40500 - 90000 + 79500$$

وهكذا يمكن عرض ملخص التدفقات (بالآلاف) في الجدول الآتي:

| 10 | 9 | 8 | 7 | 6 | 5 | 4 | 3 | 2 | 1 | 0 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 209 | 79.5 | 79.5 | 79.5 | 79.5 | 79.5 | 79.5 | 79.5 | 79.5 | 79.5 | 380- |

وهكـذا، نجـد عـدداً مـن التدفقـات، يكـافئ عـدد سـنوات حيـاة المشـروع. وهنـا تُطـرح مشـكلة تحويـل هـذه التدفقـات المقبوضـة في أزمنـة مختلفـة، إلى مبلـغٍ إجمـالي، يتيـح التقييـم، والمقارنـة مـع اسـتثماراتٍ أخـرى، علـى أسـاس الوحـدات النقديـة التابعـة للفـترة ذاتـها. سـنتعرض لهـذا الأمـر، عنـد عرضنـا لمفـهوم التحيـين، وتقييـم الاسـتثمارات في الكتـاب القـادم.

ويقـوم هـذا الجـدول بوضـع زيـادة رأس المـال في مصـادر تمويـل أخـرى، مـبرراً ذلـك بضـرورة المحافظـة علـى مصـالح المسـاهمين، وتـرك هـذه المـوارد كمـلاذٍ أخـير. بمعنـى آخـر، يُفضـل هـذا الجـدول زيـادة الديـون، علـى زيـادة رأس المـال. كمـا أنـه يُفضِّـل أن تعتمد الشركة في نموهـا، علـى نمـو فـائض التشـغيل الإجمـالي. ونذكـر مـن جديـد، بـأن هـذه الرؤيـة، تتعلـق مـن جهـة بـالفوائد الحقيقيـة الضعيفـة أو السـالبة (الـتي سـادت أثنـاء تصميـم هـذا الجـدول) ومـن جهـةٍ أخـرى، بنمـط المزايـا الضريبيـة وطـرق معالجـة النفقـات الماليـة ضريبيـاً (الإعفـاءات الـتي تُمنـح للشـركات). تلعـب القوانـين الضريبيـة دوراً أساسـياً في تـأكيد أو دحـض وجهـة نظـر هـذا النـوع مـن الجـداول. فضـلاً عـن ذلـك، ينصـح هـذا الجـدول بضـرورة تحديـد حجـم الاسـتثمارات بـأقل مـن 95٪ مـن الـEBE. ولا نـرى وجـه المنطـق في هـذا الأمـر، خاصـةً إذا كـانت المردوديـة عاليـة. وكذلـك، لا نـرى ضـرورة الاسـتثمار بـهذا الحجـم، إذا لم تكـن الاسـتثمارات جيـدة. وكل ذلـك يدفعنـا للتنبيـه إلى عـدم التسـرع بتبـني أحكـام ونصـائح هـذا الجـدول، وإنمـا

نؤكد على ضرورة التعامل معه بحذر، وأقلمته بما يتوافق وخصوصية كل شركة وكل قطاع إنتاجي، وفق الأنظمة المالية والضريبية السائدة في البلد المعني.

وننبه إلى أنه، عند تقدير تدفقات الخزينة، يجب اتباع مختلف الطرق التي تضمن تقييماً موضوعياً، يأخذ بعين الاعتبار مختلف الظروف المحيطة بالشركة.

وفيما يلي، نؤكد على مشكلة فصلية نشاط الشركة خلال السنة، وما يمكن أن يسببه التخطيط على أساسٍ تقريبي، من أخطاء في قرارات الشركة.

ونستنتج أنه يجب قدر الإمكان، مراعاة الدقة والموضوعية عند تقدير التدفقات. ولكن بعد الحصول على قيم هذه التدفقات، يجب التعرف على طرق تقييمها.

ولقد اختلفت كثيراً النظرة إلى أهمية إدارة الخزينة، بين العقود السابقة والعقود الحالية. وزادت أهميتها بسبب عوامل مختلفة من أهمها:

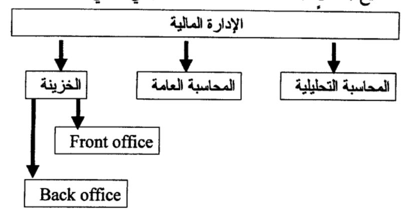
- التقلبات الشديدة التي حدثت في أسعار الصرف، ومعدلات الفائدة، منذ السبعينات.
- تطور الأدوات المالية المساعدة، في تغطية مخاطر الشركة المستقبلية
- التطورات التقنية في عالم المعلومات والاتصالات.

وتختلف أنواع إدارة الخزينة من شركةٍ لأخرى، تبعاً لحجمها وطبيعة عملها، وهذا ما دعا لتحديد مهامها من قبل الإدارة العامة للشركة. وبشكلٍ عام، تحاول إدارة الخزينة تخفيف النفقات قدر الإمكان، وضمان نتائج الشركة المستقبلية. وتقع مهام هذه الإدارة في الشركات الصغيرة، على عاتق قسم المحاسبة فيها، وترتبط مباشرةً بالإدارة المالية. وتنقسم هذه المهام إلى نوعين:

1- يهتم النوع الأول، بقرارات وتنفيذ طرق التعامل مباشرةً مع الوسط المالي للشركة (Front office)

2- ويهتم النوع الثاني، بالإجراءات الإدارية، واحترام القوانين السارية، وتأكيد الأوامر الصادرة وتحديث الحسابات المعنية (Back office).

وهكذا، نستطيع بشكل مبسط، اعتماد المخطط الهرمي الآتي:




ويمكن أن نعرض أهم مهام إدارة الخزينة في النقاط الآتية:[9]

- توقع التدفقات المستقبلية (الإيرادات منها والنفقات).
- ضمان السيولة اللازمة لنشاط الشركة. ونبرر ضرورة السيولة بنفس الأسباب المبررة لتكوين المخزون في الشركة (التبادل والحيطة والمضاربة). ويُعتبر تحديد وضمان الحد الأدنى للسيولة النقدية من مهام إدارة الخزينة، نظراً لأن نقص السيولة قد يكلف الشركة فوائد أعلى، ويخفض من ملاءتها، وقد يضيع عليها فرص خصم استثنائية من قبل الموردين في حال الدفع نقداً. وتعتمد الشركة على النسب المالية في تحديد المتاح الأصغري المطلوب. ولكن جرت العادة، بقصد التبسيط، على اتباع طريقة مبسطة، تقوم على حساب الوسطي السنوي لمخرجات الخزينة، وضربه بعدد من الأيام، يختلف بحسب كل شركة وبحسب الفصلية.[10]
- توظيف فائض الشركة بأفضل طريقة ممكنة.

---

[9] Josette PEYARD, "Gestion financière", P.146

[10] بفرض وسطي المخرجات 1000 وعدد الأيام المقدر 10 يجب المحافظة على متاح أصغري بقيمة 10000=10*1000.

- مقارنة واختيار أفضل مصادر التمويل القصيرة الأمد.
- إدارة مخاطر تقلبات أسعار الصرف، ومعدلات الفائدة.
- تحضير موازنة أو مخطط الخزينة.

بعد تحضير مخطط الخزينة، يتوجب على الشركة أن تقوم بتوظيف فوائضها بأفضل شكل ممكن. كما ينبغي عليها أن تبحث عن أفضل وأرخص مصادر التمويل القصيرة الأمد. وهذا ما سينقلنا بعد شرح مفهوم معدل الفائدة إلى دراسة تكلفة التمويل القصير الأمد في البداية، ثم نتناول كيفية تحضير مخطط الخزينة.

## فصل II. 5: مفهوم معدل الفائدة

تقوم الشركة بالعديد من الاستثمارات خلال مسيرتها الإنتاجية، مما يستدعي الحصول على موارد مالية. وتأمل الشركة من خلال هذه الاستثمارات، تحقيق عوائد مستقبلية، وبالمقابل يأمل مقرضو الأموال تحقيق أرباح لقاء رؤوس الأموال التي منحوها. ولو نظرنا بشكلٍ إجماليٍ ومن خلال نظرةٍ اقتصاديةٍ عامةٍ، لوجدنا أن المطاليب في ميزانية شركة مستثمرة (مقترضة) تقابل موجودات مالية في ميزانية المقرضين. وهنا يأتي دور الإدارة المالية في إظهار قدرات الشركة، وفي ترجمة احتياجاتها المالية، إلى فرص استثمار ملائمة للمولين. ومن خلال هذا المنظور ويصعب التفريق بين تكلفة الاستدانة من قبل المستثمر ومعدل المردودية الذي يطلبه المُموِّل. ويُترجم ذلك بالقول أنّ ما هو تكلفةً للأول يعتبر عائداً للآخر. وبشكل أولي، يمكن أن نقول أن معدل الفائدة يكافئ نسبة الفرق بين الاستثمار الأولي، والاسترداد الكلي النهائي، خلال فترة لا يحدث بها أي تدفق. وهكذا، عندما نستثمر 100 ونسترجعها بعد عام 108، أو 110، أو 112 نجد أن معدل الفائدة 8٪، أو 10٪، أو 12٪ على الترتيب. نتكلم هنا عن معدل مردودية، حيث نكتب:

معدل المردودية = (الإيرادات المُستَرَدة – الأموال المُستثمَرة) \ الأموال المُستثمَرة

ولنأخذ حالة الاستثمار في سهمٍ ما ( سعر السهم الأولي 100، كانت الحصة الموزعة في نهاية الفترة 3، وتم بيعه بـ 120 في نهاية الفترة). نجد أن معدل المردودية لهذا السهم =

معدل المردودية= (الحصص المقبوضة + القيمة النهائية – القيمة البدئية) \ القيمة البدئية

وفي مثالنا نجد أن معدل المردودية = (3+120–100) \100=23٪

وضمن هذه الشروط ( وفي غياب ملاحظات أخرى) ***نسمي معدل الفائدة أو معدل المردودية النسبة التالية (العائد\رأس المال المستثمر)*** وذلك عند استثمار رأس المال طوال الفترة، وعند قبض العائد فعلياً في نهاية الفترة. وبشكل عام نعتبر السنة الفترة المعيارية في معالجة الفوائد. لذلك عند ذكر أن معدل الفائدة 10٪ دون تحديد، فإننا نعني به، معدل الفائدة السنوية المدفوعة في نهاية الفترة.

## الفائدة البسيطة

عند إقراض مبلغ 100 ل س واستعادته 110 ل س في آخر فترة القرض، نقول أننا حققنا أرباحاً بقيمة 10 ل س من خلال هذه العملية، أي تم تحقيق فائدةٍ مقدارها 10٪.

بفرض أنه تم استثمار 100 ولم تسدد في نهاية الفترة الأولى، وإنما بعد 3 سنوات، حيث في السنة الأولى تم قبض 10 وكذلك الأمر في السنة الثانية، وأما في السنة الثالثة، فقد تم قبض 110 وبذلك نجد التدفقات التالية:

| في اللحظة 0 | نهاية الفترة 1 | نهاية الفترة 2 | نهاية الفترة 3 |
|---|---|---|---|
| 100– | 10+ | 10+ | 110+ |

نستنتج أيضاً أنّ 10٪ هو معدل الفائدة، ويكفي من أجل فهم ذلك، افتراض أنه في نهاية كل فترة تُستَرد الـ 100 مع فائدتها ثم يعاد استثمارها من جديد. وبذلك، نجد متتالية من قروض سنوية بفائدة 10٪ في كل فترة.

والآن، بفرض أن هناك قرضاً بقيمة 100 يتم من خلاله قبض 10 كل سنة، وذلك إلى ما لانهاية. وبنفس الطريقة، نستنتج أن الفائدة هي 10٪ وذلك من خلال قرض يتجدد سنوياً، بشكلٍ دائم.

وأخيراً، لنفترض أن القرض 100 يتم تسديد 25 منه سنوياً (خلال 4 سنوات) بالإضافة إلى مبلغ 10، 7.5، 5، 2.5 في الفترة 1، 2، 3، 4 على التوالي.

| في اللحظة 0 | نهاية الفترة 1 | نهاية الفترة 2 | نهاية الفترة 3 | نهاية الفترة 4 |
|---|---|---|---|---|
| 100– | 35+ | 32.5+ | 30+ | 27.5+ |

هنا أيضاً نقول، أن معدل الفائدة السنوي = 10٪ ويكفي لذلك افتراض أن التسديد كلي في نهاية كل فترة ولكن يُعاد استثمار المبلغ بنقصان 25 في كل مرة، أي (75، 50، 25).

باختصار، يمكننا التعبير عن كل ذلك بقولنا، أنه يتم في البدء استثمارٌ معيّنٌ، يؤدي إلى عوائد في نهاية كل سنة، وهنا، إما أن يسدد جزء من المبلغ الأولي (مما ينقص العوائد المستقبلية) أو يحافظ عليه كما هو فينجم عن ذلك ثباتٌ في العوائد.

ولكن هذه نتيجة مبسطة جداً، لأسبابٍ كثيرةٍ منها، أن العوائد قد تدفع في نهاية فترة تتجاوز السنة، أو تقل عن السنة، كما أنه قد يفضل صاحب رأس المال عدم قبض العوائد، بغية زيادة رأس ماله، وقبض مبالغ إضافية في المستقبل. وهذا ما يقودنا إلى الفقرة التالية.

## الفوائد المركبة (Intérêts composés)

كما تدل التسمية، تعتمد الفائدة المركبة على مبدأ إضافة الفوائد المستحقة إلى القرض الأساسي، وهذا يؤدي إلى فوائد إضافية، على الفوائد المركبة.
وسيساعدنا هذا المفهوم على حل الكثير من المشاكل في حياتنا اليومية. فيما يلي بعض الأمثلة المساعدة على فهم جدوى الاطلاع على هذا المفهوم، والتمكن من تقنياته.

بفرض أن شخصاً يمتلك 100 ل س في حساب ادخار بفائدة 8٪ مركبة سنوياً.

عند الادخار منذ بداية العام، نجد أن المبلغ في نهاية السنة يساوي $X_1=$ $100*(1+0.08)=108$ وهذا ما نسميه **بالقيمة المستقبلية أو القيمة المتلكة**.

وعند ترك المبلغ سنة إضافية أخرى، نجد أن المبلغ في نهاية السنة ينتج من إضافة الـ 108 الناتجة، إلى فوائدها في نهاية السنة الثانية، أي أنّ المبلغ النهائي يصبح في نهاية السنة الأخرى:

$X_2= 108*(1+0.08)=100*(1+0.08)^2=116.64$

وهكذا نجد أنه في حال الادخار لثلاث سنوات تصبح القيمة المستقبلية في نهايتها تساوي:

$X_3= 116.64*(1+0.08)=100*(1+0.08)^3=125.97$

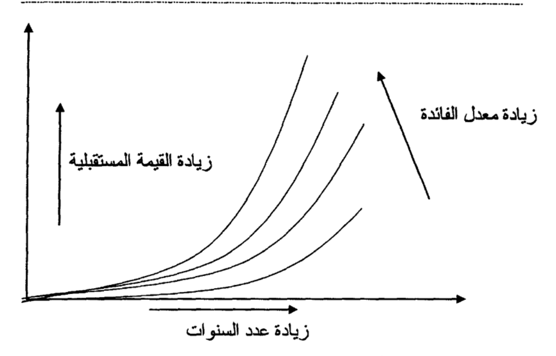
وهكذا في حال الادخار لـ n سنة نجد أن القيمة المستقبلية في نهايتها تساوي:

$X_n= 100*(1+0.08)^n$

وبشكلٍ عام يمكن أن نكتب أن **القيمة المستقبلية** في نهاية التوظيف لمبلغ $X_0$ بفائدة r تساوي:

**القيمة المستقبلية = $X_n= X_0 *(1+r)^n$**

تكبر القيمة المستقبلية بكبر معدل الفائدة، وبزيادة عدد سنوات الادخار. وهذا ما نترجمه بالشكل الآتي:




إن التزايد في المعادلة أسّي، ويؤدي كلما زاد عدد السنوات، إلى تضخمٍ كبيرٍ في القيمة المستقبلية.

**مثال**: من أجل ليرة واحدة في الادخار، بفائدة 15٪ لمدة 100 سنة، تصبح القيمة المستقبلية 1174313 ل س، في نهاية قرن من الإيداع.

لا نظنّ أن شخصاً يقبل بمثل هذا الإيداع، لأنّ مدته أكبر بكثير من مدة حياة الإنسان الوسطية. ولكن يمكن دوماً الاستفادة من هذا المثال، في حال المقارنة بين الاستثمار في شراء أصولٍ بانتظار ارتفاع قيمتها، والإيداع بفائدة مركبة. فكما نعلم، يستثمر الكثيرون بشراء الأراضي، ومن ثم تتوارثها الأجيال.

ويمكننا دوماً تصور العديد من الأشكال للصيغة السابقة للقيمة المستقبلية، والوصول إلى صيغٍ أخرى، باستخدام القليل من المفاهيم الرياضية. فمثلاً، في حال رغبة المودع بزيادةٍ ثابتةٍ سنويةٍ لإيداعاته، بالإضافة إلى الفوائد المركبة المشروحة أعلاه، نجد ما يلي:

بفرض المبلغ الأساسي $X_0$ والفائدة السنوية = r والمبلغ المضاف سنوياً = x نجد أنّ

نهايــة الســنة 1 = $X_0(1+r)+x$

نهاية السنة 2 = $(X_0(1+r)+x)*(1+r)+x= X_0(1+r)^2+x+x(1+r)$

نهايــة الســنة n = $X_0(1+r)^n+ x+x (1+r)^{n-1} +x (1+r)^{n-2} +.....+x$

الصيغة النهائيــة للقيمــة المسـتقبلية هــي التاليــة:

$$X_n= (X_0 + x/r)*(1+r)^n- x/r$$

**مثـــال:** في حــال إيــداع 100 ل س، لمــدة خمــس ســنوات، بفــائدة 8٪ وزيـــادة ســنوية ثابتـة علـى الإيـداع مقدارهـا 50 ل س، نجـد أنّ القيمـــة المســتقبلية بعــد 5 ســنوات، تســـاوي 440.26 ل س.

لنتخيـل الآن، أنّ أحـد الأشـخاص يملـك مبلغـاً مـا (ورثـــه مثـلاً) ويرغـب بوضعــه في المصرف، وأن يحصـل بمقـابل ذلـك علـى دفعـاتٍ سـنويةٍ متسـاويةٍ. فكيــف نحســب المبلغ السـنوي المتوجـب دفعـه لهـذا الشـخص؟

يمكننـا في هـذه الحالـة اسـتخدام الصيغـة السـابقة، ولكــن بفــرض أن الشــخص يقــوم بسـحب مبلـغ ثـابتٍ سـنوياً بـدلاً مـن إضافتـه. في هـذه الحالـة، ينبغـــي البحــث عــن المبلـغ x الـذي يـؤدي في النهايـة إلى انعـدام القيمـة المستقبلية. ونـترجم ذلـك بالعلاقـــة التاليـة:

$$0= (X_0 - x/r)*(1+r)^n + x/r$$

بذلـك نجـد، أنـه عنـد معرفـة المبلـغ الأساسـي، ومعـدل الفـائدة، وعـدد سـنوات تلقـــي الدفعات، يســـهل حسـاب قيمـة الدفعـة السـنوية.

**مثـــال:** في حـال إيـداع 100 ل س لمـدة خمـس سـنوات، بفـــائدة 8٪ والرغبـــة بتلقـــي دفعـات سـنوية لحـين نفـاذ المبلـغ، نجـد أن الدفعـة تسـاوي 25 ل س في كــل ســنة، لمـدة 5 سـنوات.

# معدلات الفائدة المتكافئة والنسبية

**بعد أن تعرفنا على معنى الفائدة المركبة، يجب علينا التمييز بين معدلات الفائدة المتكافئة، والنسبية.**

لنأخذ حالة مقرض لمبلغ 000 100 يسترده بعد 10 سنوات، بقيمة 000 800 1. وهذا المقرض لم يستلم ولم يُعد استثمار أي مبلغ خلال هذه الفترة. ما هي مردودية أو فائدة هذا القرض؟

معدل مردودية هذا القرض <u>خلال 10 سنوات</u>

=(1800000−100000)\100000=1700٪

والآن، ما هو معدل الفائدة السنوي لهذا الاستثمار؟

للوهلة الأولى، قد يخطر ببالنا أن نقسم 1700٪على عدد سنوات الاستثمار10 مما يعني أن معدل المردودية السنوي الوسطي 170٪ ولكن هل هذا صحيح؟؟!!

بالتأكيد لا.. وذلك لأن المعدل السنوي 170٪ (كما تم حسابه هنا) لا يمكن مقارنته مع معدل الفائدة السنوي، كما تم شرحه فيما سبق. **هنا لم يحدث أي تدفق خلال 10 سنوات** <u>أما في الأمثلة السابقة فكان هناك تدفق في كل عام.</u>

وبالتالي في حالة القرض 100 الذي يدفع بعد 3 سنوات وبمبلغ مقبوض سنوياً بمقدار 10 نجد أن ما تم استرداده خلال 3 سنوات =30 وبالتالي، يمكن القول أن 30\100=30٪ عبارة عن معدل المردودية خلال 3 سنوات وبالتالي 30٪ \ 3=10٪ في السنة <u>وسطياً</u>. أما هنا، وعندما يكون معدل الفائدة على فترة أكثر من سنة(دون تدفقاتٍ بَينِيَّةٍ) لا يمكن قسمة هذا المعدل على عدد السنوات، وفي حال تم تطبيق هذه القسمة، يكون الأمر خاطئاً بالتأكيد.

ويجب البحث عن معدل فائدة قرض آخر، تُحسب عوائده سنوياً، بحيث يؤدي إلى قبض نفس المبلغ النهائي في آخر المدة( أي بعد 10 سنوات) ولكي يكون هناك تكافؤ بين القرضين (وبالتالي بين معدل مردوديتهما) يجب الأخذ بعين

الاعتبار، أنه لا يتم قبض العوائد السنوية، وإنما تضاف في كل مرة، وتتراكم مع رأس المال المستثمر. وكنا قد أشرنا إلى أنه من أجل قرض $X_0$ و معدل فائدة سنوي r نجد أن المبلغ الكلي بعد n سنة، في حال مراكمة العوائد، يساوي:

$$X_n = X_0(1+r)^n$$

وهكذا، يمكن حساب معدل الفائدة السنوي. ففي مثالنا السابق نجد:

$$r=(X_n/X_0)^{(1/10)}-1 =33.5\%$$

أي أن <u>المعدل السنوي المكافئ يساوي 33.5٪</u> وليس 170٪ وهذا يدلنا على الفرق الكبير بين الطريقتين.

وبهذه الطريقة، يمكننا القول بأن هناك تكافؤ بين:

- استثمار مبلغ 000 100 لقاء معدل 33.5٪ بحيث يتم قبض 33500 في نهاية كل سنة، ولمدة عشر سنوات واسترداد المبلغ الأولي في نهاية العشر سنوات.[1]
- واستثمار 000 100 بدون أي قبض خلال 10 سنوات ثم استرداد 000 800 1في نهاية العشر سنوات.

لذا لا يمكن اعتبار 170٪ المعدل السنوي الوسطي لأنه في حالة الإذعان عن قبض الفوائد والمبلغ وإعادة استثمار المبلغ الكلي تكون القيمة النهائية أكبر بكثير من 000 800 1.

نستنتج، أنه في حال عدم قبض عوائد خلال فترة القرض، والانتظار حتى نهاية الاستحقاق لقبض القيمة النهائية، فإنّ هذه القيمة تزداد بشكلٍ كبيرٍ جداً. وهذا ما تم شرحه من خلال الشكل السابق ومن خلال شرح أن العلاقة ذات طبيعة أسّية، مع عدد سنوات الإيداع أو القرض.

---

[1] في الحقيقة معدل 33.5% هو تقريب لـ 33.514 والمبلغ السنوي يصبح 33514 وليس 33500.

وبنتيجة ذلك، نجد أنه ينبغي التمييز بين الإيرادات الاسمية وتسديد رأس المال الأصلي والتدفقات النقدية الفعلية. إنّ أيّ تأخر بين تاريخ الإيراد الاسمي، وتاريخ القبض الفعلي سيغير من معدل المردودية.

**مثال:** استثمار مبلغ 100 بفائدة سنوية 10٪. بسبب الإهمال لم يتم قبض الإيراد المستحق (أي 110) إلا في نهاية السنة الثانية. في هذه الحالة، يكون معدل المردودية السنوي المكافئ لهذا الاستثمار ليس 10٪ وإنما t حيث:

$$V = V_0(1+t)^2 \Leftrightarrow 110 = 100(1+t)^2 \Rightarrow t = 4.88\%$$

أي أنّ معدل المردودية الحقيقي، أصغر بكثير من نصف معدل المردودية الذي كان متوقعاً في البدء. وفيما يلي، سنستمر بإظهار سبب **عدم الاهتمام من وجهة النظر المالية بالتواريخ والأرقام المحاسبية والقانونية، وإنما بتدفقات الخزينة الفعلية.**

**ماذا يحدث لو كانت الفوائد مستحقة الدفع أكثر من مرة خلال السنة، وليس في نهايتها؟**

ما هو الفرق بين قرض في بداية السنة بقيمة 100 فائدته السنوية 10٪ يتم تسديدها على دفعتين، الأولى بمبلغ 5 في نهاية حزيران، والثانية بمبلغ 5 في نهاية كانون أول (إضافة إلى القرض الفعلي 100)، وقرض آخر بقيمة 100 بفائدة 10٪ تدفع مرة واحدة في نهاية كانون أول؟

ظاهرياً، لا يوجد فرق بين القرضين، حيث يتم دفع 5+5=10 في كلا الحالتين. ولكن في الحقيقة، هناك اختلاف في تواريخ الدفع. ففي الأول تم دفع 5 قبل ستة أشهر من انتهاء المدة، وكان بالإمكان توظيفها والاستفادة من فائدتها. مما يعني أن القرض الثاني أفضل من الأول (لأنه أرخص بالنسبة للمقترض والعكس بالنسبة للمقرض).

**ومعدل فائدة هذا القرض ليس 10٪ لأنه يتم دفع الفوائد خلال فترة مختلفة عن السنة (أي عن الفترة التي نعتبرها الفترة المعيارية). ويجب أخذ التدفقات الفعلية بعين الاعتبار، لأنه لا يمكن أن يتكافأ الحصول على وحدة نقدية اليوم، مع الحصول عليها غداً. ويهتم المستثمر دوماً بتسريع القبض، وتأخير الدفع، بغية تدوير الأموال أكبر عدد ممكن من المرات، وبالتالي الاستفادة من وجودها أكثر ما يمكن.**

في الفقرات السابقة، اعتبرنا أنّ الفوائد مركبة مرة واحدة في كل عام. ولكن قد يكون التركيب أكثر من مرة في السنة الواحدة (كأن يكون نصف سنوياً، أو فصلياً، أو شهرياً..) كما ورد في المثال السابق..

يتم التعبير عن معدل الفائدة بشكله السنوي، ويتم حساب معدل الفائدة الجزئي من السنوي، بقسمة الفائدة السنوية على عدد الفترات . يؤدي هذا الأمر إلى فروقاتٍ بين معدل الفائدة النظري المعلن سنوياً، والمعدل الفعلي في حال تركيب الفوائد لأكثر من مرة في السنة. السبب في ذلك يعود إلى حقيقة، أن الفوائد المركبة على الفوائد الناتجة في كل فترة، تزيد من القيمة النهائية.

وعند تركيب الفوائد بشكل دوري خلال فترة تعادل 1/m من السنة (1/2 من السنة أي 6 أشهر في حال نصف سنوي، 1/4 أي 3 أشهر في حال فصلي....) نجد مايلي:

**معدل الفائدة السنوية المركبة = $(1+r/m)^m$**

**مثال:** في حال فائدة سنوية 8٪ مركبة كل 6 أشهر (1/2 من السنة) نجد أن الفائدة النصف سنوية تساوي $8\%/2=4\%$ وأنّ الفائدة السنوية الفعلية، هي $(1+8\%/2)^2-1=8.16\%$ وليس 8٪

**مثال:** في حال فائدة سنوية 8٪ مركبة كل شهر (1/12 من السنة) نجد أن الفائدة الشهرية تساوي 8%/12=0.66% وأنّ الفائدة السنوية الفعلية هي $(1+8\%/12)^{12}-1=8.3\%$ وهي أعلى من الفائدة الفعلية السابقة.

بشكلٍ عام، يمكن القول بأنه كلما زاد عدد مرات تركيب الفوائد خلال السنة، كلما زادت القيمة المستقبلية، التي نعبر عنها بالمعادلة التالية:

**القيمة المستقبلية بعد n سنة، عند تركيب فوائد m مرة بالسنة = $X_n = (1+r/m)^{nm}$**

ويلخص الجدول التالي، القيمة المستقبلية في حال إيداع 100 ل س، لمدة 3 سنوات، بفائدة 8٪ بحسب نوع تركيبها:

| نوع التركيب | القيمة المستقبلية |
|---|---|
| سنوي | 125.97 |
| نصف سنوي | 126.53 |
| فصلي | 126.82 |
| شهري | 127.02 |
| يومي(365 يوم بالسنة) | 127.1216 |
| مستمر[2] | 127.1249 |

وبالتالي، ترتفع القيمة المستقبلية بمعدل متناقصٍ مع عدد مرات التركيب، حتى الحد الذي يتوافق مع التركيب المستمر.

نقول عن معدلات فائدة (كلٌ منها متعلقٌ بفترة مختلفة: 6أشهر لأحدها، و سنة مثلاً للآخر) أنها متكافئة إذا تساوت القيمة النهائية لكلٍ منها، من أجل نفس المبلغ البدئي، ونفس مدة الاستثمار.

---

[2] نحن نعلم أنّ $e = \lim_{m\to\infty}(1+\frac{1}{m})^m$ وبالتالي نجد $e^r = \lim_{m\to\infty}(1+\frac{r}{m})^{mr}$

**مثال:** ضمن هذا الأسلوب بالتفكير، نجد أنه خلال مدة 2 سنة، فإن معدل 10٪ كل سنة، يكافئ معدل 21٪ كل سنتين حيث:

$$(1+10\%)^2-1=0.21=21\%$$

أي أنّ معدل 21٪ خلال سنتين، بدون تدفقات، يكافئ 10٪ مع تدفقات سنوية، يعاد استثمارها خلال سنتين.

**وهكذا، تكمن الفكرة في كيفية تحويل معدل محسوب على فترات مختلفة من السنة، إلى معدل سنوي مكافئ، واعتبار هذا المعدل معدلاً معيارياً، لأنه يسمح** بمقارنةٍ موثوقةٍ للاستثمارات، وذلك بتحويل المردودية إلى قاعدة مشتركة، وهي السنة.

ففي مثال القرض 100 بفائدة 10٪ يقبض المقرض 5 بعد 6 أشهر، ويعيد إقراضها لمدة ستة أشهر، فتصبح في نهاية السنة:5+5٪.5=5.25 بالمحصلة سيقبض 5+5.25=10.25 كفوائد على القرض 100 مما يعني أنّ معدل الفائدة السنوي يساوي 10.25٪ وهذه هي التكلفة الفعلية للقرض، لأنه كما ذكرنا عوائد المقرض تُعتبر تكلفةً بالنسبة للمقترض. وهذا هو معدل الفائدة السنوي الفعلي، الواجب اعتماده في المقارنة مع المعدلات السنوية الفعلية، للقروض الأخرى.

**نقول عن معدلات فائدة أنها نسبية، إذا كانت تحمل نفس نسبة الفترات التابعة لها.**

**مثال:** كنا قد قلنا أن 5٪ هو معدل الفائدة لستة أشهر في المثال السابق، وهو معدل نسبي مع 10٪ على سنة، حيث النسبة بينهما (2) تكافئ النسبة بين السنة والفصل.

نقول أن 10٪ سنوياً، عبارة عن معدل نسبي مع 5٪ النصف سنوي، و 2.5٪ الفصلي

ولكن المعدل الفصلي 5٪ لا يكافئ 10٪ سنوياً فكما ذكرنا، إنه يكافئ 10.25٪

**نتيجة**: مفهوم المعدلات المتكافئة، يختلف كلياً عن المعدلات النسبية فيما بينها. ***لا أهمية إطلاقاً للمعدلات النسبية، ولكنها تنفع في حساب الفوائد المدفوعة فعلياً. ولا يمكن مقارنة المعدلات النسبية فيما بينها***. لا تهدف المعدلات النسبية إلا لتسهيل الحسابات، ولكنها تخفي التكلفة الحقيقية للقرض، لأنّ هذه التكلفة ليست نسبية (أي لا تساوي 10٪ سنوياً كما ورد في مثالنا) وإنما تساوي المعدل المكافئ أي 10.25٪.

**انتبه:**

- **عندما تكون المدة الفاصلة بين الدفعات أكبر من السنة، فإن المعدل النسبي مغلوط بالزيادة** (170٪ مقابل 33.5٪ في المثال السابق).
- **عندما تكون المدة الفاصلة بين الدفعات أقل من السنة، فإن المعدل النسبي مغلوط بالنقصان** (10٪ مقابل 10.25٪ في المثال السابق الآخر).

في ختام هذا الفصل، ننبه إلى أن الجزء الثاني الذي سيصدر لاحقاً، يحتوي على تفصيل أكبر في طرق معالجة القروض، ويتناول هذا الموضوع بعمق أكبر.

# فصل II. 6: تكلفة التمويل القصير الأمد

تحتوي هذه التكلفة مجموعة من العناصر تسمى آجيو (Agios)، وتتضمن:

**معدل الفائدة:** يتحدد باعتماد الفائدة المصرفية القاعدية (Taux de base) مضافاً إليها علاوات تتعلق بالشركات المقترضة. وتنتج الفائدة المصرفية القاعدية من السوق النقدية، وتتميز بكونها المعدل القاعدي المتفق عليه من قبل جميع المصارف، من خلال الطلب والعرض النقديين.

**عمولات ونفقات متفرقة:** وتتضمن العناصر التالية:

- **عمولات الحركات:** بتطبيق نفقة معينة على كل عملية سحب مثلاً.
- **عمولات المكشوف الأعلى:** نفقة على أعلى مكشوف مستخدم خلال الشهر، بما لا يتجاوز حداً معيناً من الفوائد المطبقة على المكشوف المستخدم خلال الشهر (عمولة المكشوف الأعلى< نصف فوائد المكشوف مثلاً).
- **عمولات التظهير:** تطبق على خصم أوراق تجارية، وهي معدل مطبق على مبلغ الورقة المخصومة
- عمولات الالتزام، أو استخدام التسهيلات
- **عمولات ونفقات ثابتة:** تطبق على الأوراق التجارية قيد التحصيل، وعلى تحضير الدوسييهات، وعلى التحويلات..

**نفقات إضافية:** ينبغي أخذها بعين الاعتبار، أيضاً.

وتزداد النفقات السابقة بنتيجة:

- **أيام القيمة (Jours de valeur):** بعد حساب النفقات المالية المستحقة، وإجراء حسابات مختلف العمليات، يقوم المصرف بتطبيقها في يوم لاحق بالنسبة

للعمليات الدائنة، وسابق بالنسبة للعمليات المدينة. تتعلق الفترة المحددة بنوع العملية (شيك، تحويل، خصم..) ويمكن التفاوض على طول المدة، حسب طبيعة العلاقة مع الزبون، وظروفه.

- **أيام المصرف (Jours de Banque):** يضيف المصرف عدداً من الأيام إلى الفترة الحقيقية.

  وتحسب الفوائد على قرض K كما يلي = معدل الفائدة * K * J \360

  حيث J = عدد الأيام المحسوبة = المدة الفعلية + أيام المصرف

  و360 = عدد أيام السنة المصرفية

- **طريقة التسديد في آخر كل فترة (terme échu) أو بدايتها (terme à échoir):** كلما تم التسديد في بداية المدة زادت التكلفة. ولنأخذ مثالاً على ذلك:

**مثال:** قرض بقيمة 100 لمدة شهر واحد، يتم تسديد 110 في نهاية الشهر (فائدة في آخر المدة)؛ وفي حال استخدام الفائدة الفورية سيتم قبض 90 في بداية الشهر ويسدد 100 في نهايته. من خلال الجدول التالي، نستنتج أن التسديد في بداية الشهر بدلاً من نهايته، سيرفع التكلفة من 10٪ إلى 11.11٪.

| رقم الشهر | بداية المدة | نهاية المدة |
|---|---|---|
| 0 | يدفع الفائدة مباشرةً 90 | 100 |
| 1 | -100 | -110 |
| التكلفة | 11.11% | 10% |

# تكلفة الخصم

في الحقيقة، تهتم معظم الشركات بتحويل ذمم الزبائن إلى أوراق قبض. لنفرض أن الشركة سحبت كمبيالة مدتها شهران على زبونها في بداية آذار، مثلاً. عندئذٍ سيكون أمامها أحد ثلاثة حلول. إما الانتظار حتى تاريخ الاستحقاق، والقيام بمهمة التحصيل بنفسها، أو الذهاب إلى مصرفها قبل نهاية الاستحقاق بأيام، والاعتماد عليه في التحصيل، مقابل "آجيو" معينة، أو خصم هذه الكمبيالة لدى مصرفها، في حال وجود عجز في سيولتها. وفي الحالة الأخيرة، سيكون بمقدورها تحويل الذمة إلى نقدية مباشرةً، مقابل "آجيو" محددة (فوائد ونفقات وعمولات إضافية)، ولكن في أغلب الأحيان، تبقى الشركة ملزمة بإعادة المبلغ إلى المصرف، في حالة رفض زبونها للتسديد. جدير بالذكر، التنبيه إلى حقيقة أنه، برغم كون تكلفة التمويل الخصم ضعيفة (في أغلب الأحيان) مقارنةً ببقية المصادر، إلا أن مشاكلها الإدارية كبيرة (فقد لا يتم القبول إلا بعد انتهاء الاستحقاق!) إضافةً إلى عدم مرونتها. فعند الخصم، لا يمكن تجزئة الورقة التجارية، مما يستدعي خصمها بالكامل، ويظهر عندئذ خطر وجود فوائض.

ويمثل الخصم قرضاً خاصاً، حيث تقتطع في بداية المدة، كل "الآجيو" (الفوائد والعمولات والنفقات). وتحسب "الآجيو" من خلال معدل يتضمن 3 مركبات:

- الفائدة القاعدية.
- عمولات إضافية، ترتبط بحجم وطبيعة عمل الشركة.
- نفقات المعالجة المصرفية.

## حساب تكلفة الخصم

بفرض $i_a$ = معدل الفائدة المطبق على الخصم

= الفائدة القاعدية + معدل عمولات ونفقات إضافية

$n_1$ = عدد أيام القيمة عند القبض العادي بدون خصم

$n_2$ = عدد أيام القيمة عند الخصم

$e_1$ = النفقات الثابتة عند القبض العادي بدون خصم

$e_2$ = النفقات الثابتة عند الخصم

J = أيام المصرف

D = مدة الورقة المخصومة

Dmin = الحد الأدنى لعدد أيام النفقات

Imin = الحد الأدنى لمبلغ النفقات "الآجيو"

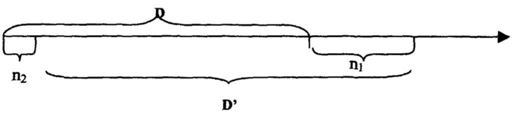
K = مبلغ الورقة المخصومة

مبلغ تكلفة الخصم = $I = Max(\text{Im}\,in, K * i_a * \frac{\max(D\min, D+J)}{360} + e_2$

تكلفة الخصم بناء على فترة الخصم = $\tau_p = \frac{I - e_1}{K - I}$ حيث تم توفير النفقات في حال التحصيل العادي. ويعبر K-I عن القرض الحقيقي الذي تم قبضه من قبل الشركة.

التكلفة السنوية = $\tau_a = (1+\tau_p)^{\frac{365}{d+n_1-n_2}} - 1$

ونشرح السبب في أخذ المدة كما وردت في المخرج، من خلال الرسم الآتي



ويبين لنا الشكل التالي، بأن مدة الورقة D قبل خصمها. ولا تقبضها الشركة في حال عدم خصمها إلا بعد $n_1$ يوما إضافيا. أما إن تم خصمها فستقبضها الشركة بعد $n_2$ يوما من تاريخ الخصم. وهذا يعني، أن مدة القرض الحقيقية تصبح D' حيث: $D'=D+n_2-n_1$

وبالتالي، فإن الفائدة اليومية = $\tau_j = (1+\tau_p)^{\frac{1}{d+n_1-n_2}} - 1$

**وبالتالي فإن الفائدة السنوية =** $\tau_a = (1+\tau_j)^{365} - 1$ أي $\tau_a = (1+\tau_p)^{\frac{365}{d+n_1-n_2}} - 1$

<u>**مثال:**</u> لدى شركة ورقة خصم بقيمة 000 5 ومدتها 90 يوما، (حتى استحقاقها). فإذا علمت أن:

**الفائدة المصرفية القاعدية = 11%**

هناك علاوة على الشركات المماثلة لهذه الشركة = 1.1%

الحد الأدنى "للآجيو" = 17

عند خصم ورقة قبض، لا يتم قبضها إلا بعد يوم واحد

عند تحصيل ورقة خصم بشكل طبيعي (دون خصمها) لا يتم القبض الفعلي إلا بعد 4 أيام

الحد الأدنى لعدد أيام النفقات = 10 أيام

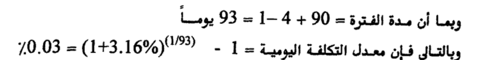
عدد أيام المصرف = 1

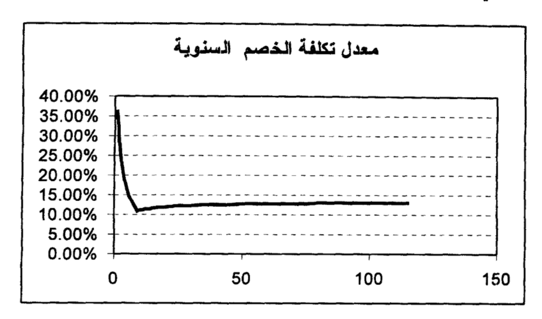
الحد الأدنى للنفقات عند التحصيل = 13

الحد الأدنى للنفقات عند الخصم = 13

بتطبيق العلاقة السابقة، نجد أن خصم هذه الورقة سيكلف الشركة 165.93

وبالتالي، فإن معدل تكلفة الخصم خلال هذه الفترة = 3.16%


وبما أن مدة الفترة = 90 + 4 – 1 = 93 يوماً
وبالتالي فإن معدل التكلفة اليومية = 1 - $(1+3.16\%)^{(1/93)}$ = 0.03٪



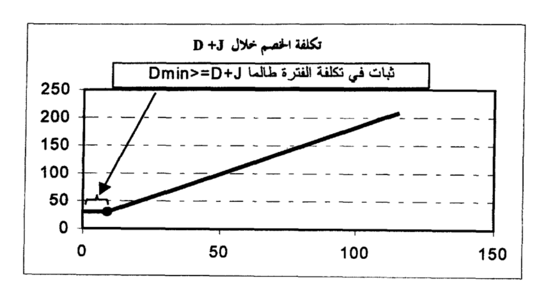

أي معدل التكلفة السنوية = $(1+0.03\%)^{365}$-1 = 13٪

وباختلاف عمر أو فترة ورقة القبض، نجد أن التكلفة تتغير، وبالتالي يتغير معدل التكلفة، وهذا ما يوضحه الجدول والشكلان التاليان:

| المدة | 1 | 8-2 | 9 | 10 | 20 | 30 | 60 | 90 | 100 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| التكلفة | 29.8 | 29.8 | 29.8 | 31.49 | 48.29 | 65.1 | 115.5 | 165.93 | 182.7 |
| المعدل | ٪36.07 | متناقص | ٪10.81 | ٪10.99 | ٪11.93 | ٪12.32 | ٪12.79 | ٪13 | 13.06 |

من الشكل البياني أعلاه، نستطيع أن نتبين أن معدل تكلفة الخصم السنوية تتناقص بسرعة، مع تزايد مدة الورقة، حتى وصولها إلى الحد الأدنى لعدد أيام النفقات (أخذا بعين الاعتبار لأيام المصرف). وبعدها، تعود إلى التزايد، ولكن بشكل خفيف كثيرا. ويجب علينا معرفة وفهم آلية حساب التكلفة السنوية،

لمقارنتها مع بقية مصادر التمويل القصير الأمد، واختيار الأرخص (وغالباً ما يكون الخصم هو الأرخص).




## تكلفة المكشوف

تكون هذه التكلفة مرتفعة بسبب الزيادات المختلفة على الفائدة القاعدية. وتتألف هذه الزيادات، بشكل أساسي، من:

- **عمولة المكشوف:** وتختلف بحسب المفاوضات التي تتم حسب نوع الزبون وظروفه.
- **عمولة التأكيد:** وتطبق على الحد الأعلى للمكشوف المسموح به (المتفق عليه مع المصرف).
- **عمولة المكشوف الأعلى:** وتطبق على أعلى مكشوف تم استخدامه خلال الشهر.

بفرض $I_A$ التكلفة الاسمية = الفائدة القاعدية + عمولة المكشوف

b = عمولـة التـأكيد

c = عمولـة المكشـوف الأعلـى

$Dec_p$ = السـقف الأعلـى للمكشـوف المسـموح بــه

$Dec_{max}$ = المكشـوف الأعلـى المسـتخدم خـلال الشــهر

K = المكشـوف الوسـطي المسـتخدم خـلال الشـهر

وتكون تكلفة المكشوف خلال الشهر = $I = K * \frac{i_a}{12} + Dec_p * \frac{b}{12} + Dec_{max} * c$

ومعدل التكلفة خلال الشهر $\tau_M = \frac{I}{K}$

والمعدل السنوي للتكلفة $\tau_a = (1 + \tau_M)^{12} - 1$

**مثال:** يحـق لشـركة أن تسـتخدم التمويـل علـى المكشـوف، ضمـن الشـروط الآتيـة:

| المكشوف المسموح به | 10 000 |
|---|---|
| الفائدة القاعدية | ٪10 |
| علاوة المكشوف | ٪1.5 |
| عمولة المكشوف الأعلى | ٪0.01 |
| عمولة التأكيد | ٪1.25 |

فـإذا علمـت أن الشـركة قـد اسـتخدمت المكشـوف بوسـطي قـدره 2500 خـلال الشـهر، وكـان أعلـى مكشـوف مسـتخدم خـلال الشـهر 5000 فمـا هـي التكلفـة الشهرية لهذا النوع مـن التمويـل، ومـا هـو معـدل تكلفتـه السـنوية؟

بتطبيق المعادلـة أعـلاه، نجـد:

التكلفة I= 2500 (٪10+٪1.5)\12+10000(٪1.25) \ 12+5000(٪0.01)= 34.88

ومعـدل التكلفـة خـلال الشـهر = 34.88 \2500 = ٪1.4

والمعـدل السـنوي للتكلفـة = (1+٪1.4)$^{12}$-1 = ٪18.09

# فصل 7.II: موازنة أو مخطط الخزينة

يتعلق حسن إدارة الخزينة، بقدرة الشركة على توقع تدفقاتها المستقبلية، من مبيعاتٍ ونفقات تشغيل واستثمارات وغيرها. هذه التوقعات، ندعوها مخطط الخزينة، الذي يجب تمييزه، من جهة، عن جدول الخزينة المتعدد السنوات (ج.خ.م.س) ومن جهةٍ أخرى عن مخطط التمويل.

إن ج.خ.م.س، يهتم بما حدث بالماضي، بينما يهتم مخطط الخزينة، بتنبؤ وتوقع ما سيحدث في المستقبل. ويقوم مخطط الخزينة بتحضير توقعات على الأمد القصير، يومياً أو أسبوعياً أو شهرياً أو فصلياً (أقل من سنة) وذلك بحسب طبيعة المعطيات، ونوعية المشاكل، التي تعاني منها الشركة. بينما يهدف مخطط التمويل، من جهة، لجرد الاحتياجات التمويلية للشركة على الأمد البعيد (حوالي الخمس سنوات)، ومن جهةٍ أخرى، لبيان مختلف الموارد التمويلية الطويلة الأمد، التي تتوفر حالياً لدى الشركة (مستخدمة كانت أم كامنة) أو تلك التي ينبغي البحث عنها، لتلبية الاحتياجات المتوقعة. في هذا الفصل، نعالج طرق إدارة الخزينة.

وتتمكن الشركة، حسب توقعات مدخلات ومخرجات الخزينة، من تحديد مبلغ وطبيعة التمويل المصرفي، الذي ستلجأ إليه (أخذاً بعين الاعتبار للقيد المتعلق بالمتاح الأصغري) وذلك انطلاقاً من المعادلة الآتية: $DCT_b=D-TRE$ حيث D تعبر عن المتاح من الأموال الجاهزة لدى الشركة، وTRE تعبر عن خزينتها (الفرق بين المدخلات والمخرجات).

ومن خلال ما سبق، نجد أن هناك أهمية كبيرة لموازنة الخزينة، التي تحضر عادةً، من خلال المنهجية التالية:

# توقعات المدخلات

تشمل تدفقات المدخلات الأنواع التالية:

## مدخلات التشغيل

غالباً ما تكون هذه المدخلات من أهم موارد الخزينة، ويبرر ذلك أهمية تقديرها بشكل جيد. ويُعتبر المدير التجاري وعناصر إدارة المبيعات، مسؤولين عن تحضيرها[1]. تُحضر هذه التوقعات لأجل معين، وذلك على مستوى كل منتج أو خط إنتاج ثم يتم دمج التوقعات، لاحقاً، على مستوى الشركة. وتُستكمل التوقعات المبنية على ظروف الشركة الداخلية، بدراساتٍ لبيئة الشركة، وللتطور الاقتصادي العام (التضخم، نمو البلاد، حصة الشركة من السوق...). وتترجم جميع هذه التوقعات بتدفقات مالية، توزع على جزأين: ما يُتوقع دفعه نقداً، وما قد يُؤجل، وهنا يُصبح من المهم معرفة مدة تأجيله.

## مدخلات القروض وزيادة رأس المال

تؤخذ المعطيات المستقبلية المرتبطة بالديون وبزيادة رأس المال من الإدارات المختصة (موازنة الاستثمار والتمويل والإدارة العامة للشركة). وقد تتواجد مدخلات أخرى استثنائية (مثل بيع موجودات) يجب أخذها بعين الاعتبار.

[1] إذا اعتمدت الشركة دوماً على توظيف فوائضها، فستكون مهمة تحضير التدفقات المعنية من مهام إدارة الخزينة. ولكن قلةٌ هي الشركات، التي تتوفر لديها فوائض ضخمة، وتعول على استثمارها مالياً، وليس في مشاريع إنتاجية جديدة.

# توقعات المخرجات

تشمل تدفقات المخرجات الأنـواع الآتيـة:

## نفقات التشغيل

بعد حساب توقعات المبيعات القادمة، سيكون بالإمكان حساب حجم الإنتاج المتوقع (أخذاً بعين الاعتبار فصليته والظروف المحيطة بالإنتاج). وبناءً على الأرقام الناتجة، نتمكن من توقع المشتريات والرواتب والإيجارات والرسوم....

## نفقات الاستثمار

يعتمد توقع هذه النفقات، على الاستراتيجية التي رسمتها الشركة لنفسها، وعلى طبيعة مخططها الاستثماري للأعوام القادمة.

## نفقات أخرى

تندرج تحت هذه التسمية، النفقات المتعلقة بالحصص الواجب توزيعها، وبالضرائب على الأرباح..

يعبر الفرق بين المدخلات والمخرجات، عن تدفقات الخزينة المتوقعة. ونظراً لاهتمام إدارة الخزينة بالتوقعات على الأمد القصير، فإن تركيزها سيكون على المهام المذكورة سابقاً، وبشكلٍ خاص، على طرق التمويل المصرفي القصير الأمد، التي تعرفنا عليها، وعلى طرق حساب تكلفتها. ونعدد هنا بعض مصادر التمويل القصيرة الأمد، بالإضافة لخصم الأوراق التجارية.

## الاعتماد المفتوح

بعد تقديم التقرير المالي للمصرف من قبل الشركة، التي تبين فيه احتياجاتها المالية، تطلب فتح اعتماد بقيمة الاحتياجات، مضافاً إليه هامش أمان تحسباً لمخاطر المستقبل. ويعود إلى المصرف صلاحية الموافقة على تقديم التمويل حسب قيمة المبلغ المطلوب، وطبيعة عمل الشركة، ونشاطها وملاءتها... ويُعلم المصرف الشركة عن طريق رسالة، بفتح الاعتماد يبين فيها الحد الأقصى للمبلغ المكن سحبه، وفائدته، بالإضافة إلى شروطٍ أخرى، مثل جواز السحب في فترات محددة فقط، وضرورة الاحتفاظ برصيد أدنى... يؤدي الاحتفاظ برصيد أدنى إلى زيادة تكلفة التمويل.[2] ويجدر التنبيه إلى أن إرسال الرسالة لا يلزم المصرف بفتح الاعتماد، أو الاستمرار به، حيث يحق له التوقف عن منحه، إذا ساوره الشك في ملاءة المقترض.

## القرض المتجدد

وهو تعهد قانوني من المصرف، بتقديم قرض بمبلغ معين لفترة محددة، يسحب المقترض منه خلالها أي كمية يحتاجها، شريطة عدم تجاوز السقف المحدد في العقد. وإن لم يسحب كامل المبلغ، توجب عليه دفع فائدة المبلغ المتبقي، باعتبار أنه محجوزٌ لصالحه في المصرف.

[2] بفرض أن المصرف يوافق على فتح اعتماد بقيمة 000 000 1 بفائدة 5.5% أي 55000 في السنة. إذا طلب الاحتفاظ برصيد أدنى بقيمة 000 100 فإن المبلغ المستفاد منه هو 000 900 فقط وبالتالي سترتفع الفائدة إلى 000 55 \ 000 900 =6.11%

## القروض الخاصة

وتتعلق بعمليات محددة. وتطلب الشركة من المصرف مبلغاً محدداً لفترة محددة، يسدد المقترض على دفعات، أو في نهايتها، كامل المبلغ مع فوائده. ومن المفيد الانتباه إلى شروط القرض المتعلقة بدفع الفوائد، بنهاية المدة، أو في بدايتها. فمثلاً إذا كان لدينا قرض لمدة سنة بقيمة 000 100 بفائدة نظرية 6٪ يُشترط دفعها في بداية المدة. في هذه الحالة، لن يستفيد المقترض إلا من 000 100(1-6٪)=000 94 وبالتالي تصبح التكلفة الحقيقية لهذا القرض، مساويةً للمعدل التالي: 6٪* 000 100 \ 000 94= 6.38٪

## المكشوف

إن إصدار شيكات بقيمة تتجاوز الرصيد الموجود في الحساب الجاري للشركة، يؤدي إلى ظهور المكشوف، الذي تعاقب عليه الشركات بفوائد عالية، وفي حال استمراريته أو تجاوزه لعتبات معينة، تتأثر ملاءة الشركة المالية، وسمعتها التجارية.

## أنواع جديدة من التمويل القصير الأمد

ظهرت أنواع أخرى من التمويل القصير، مع ظهور الأدوات المالية الجديدة. وتعتمد هذه الأدوات وإمكانية استخدامها، على حجم الشركة، وإمكانية دخولها إلى الأسواق المالية، إضافةً لطبيعة القوانين النافذة في البلد المعني. فبالإضافة للتمويل البين_شركاتي (الموردين Crédits inter-entreprise) –الذي يستلزم مقارنة تكلفته (الخصم الممنوح) مع تكلفة التمويل المصرفي– نشير إلى إمكانية إصدار الأوراق المالية الخاصة، كأوراق الخزينة (Billets de trésorerie،

التي يمكن بيعها، وتتراوح مدتها من أيام إلى سنتين، أحياناً، ولكن ينبغي ألا يقل مبلغها عن حد أدنى (1 مليون ف ف في فرنسا) كما ينبغي توفر بعض الشروط في الشركة المصدرة (مغفلة، حد أدنى من رأس المال، موجودة منذ سنتين على الأقل...).

## ظاهرة الأيام "العائمة" Float

يمكن أن تستفيد إدارة الخزينة في تحضير توقعاتها من هذه الظاهرة، التي تعني أن رؤوس الأموال تبقى عائمةً لفترة من الزمن، بين تاريخ إصدارها وتاريخ قبضها، (أو دفعها) ودخولها (أو خروجها) الفعلي في (أو من) الحسابات المصرفية[3]. ويعود هذا الانزياح لوجود فترة زمنية بين تاريخ إصدار الورقة المالية (شيك مثلاً) ووصولها بالبريد إلى الجهة المعنية، ثم الزمن الفاصل بين استلامها وتاريخ وضعها في المصرف، وما يأخذه المصرف من زمن لإجراء العملية فعلياً. وتلاحظ هذه الظاهرة بشكل كبير في الدول النامية، ذات النظام المصرفي المتخلف. ومن هنا تظهر مشاكل المطابقة بين حساب المصرف بالشركة، وحسابها الفعلي لدى مصرفها، وهنا نعود للتأكيد على ضرورة تقدير حركة الأموال بأيام القيمة (Jours de valeur) وليس بأيام العمليات (Jours d'opération). ولو أخذنا حالة شركة أصدرت شيكاً لتسديد دين مورد ما، فإنها ستجد رصيد المصرف في حساباتها ضعيفاً، بينما سيكون رصيدها الفعلي في المصرف مرتفعاً، نتيجة لعدم أخذها بعين الاعتبار لظاهرة الأيام العائمة. وهنا يأتي دور إدارة الخزينة، في ضبط هذه الانزياحات.

---

[3] قد تلعب هذه الظاهرة في صالح الشركة، إذا كانت مدينةً لأحد الأطراف (نظراً لتأخير موعد الدفع الفعلي لالتزاماتها) وقد تكون عاملاً سلبياً في الحالة المعاكسة.

إذا نظرنا إلى الميزانية بشكل لاحق Ex post فإن معادلة حساب مصادر التمويل اللازمة ليست إلا المعادلة المعروفة[4] $TRE = D - DCT_b$ ولكن بما أننا نتوقع تدفقات الخزينة، ونعلم ما يجب أن يكون متاحاً، نستطيع إعادة صياغتها بالشكل $D - TRE = DCT_b$. وتصبح الشكلة الأساسية، في تحديد نوع وكمية التمويل المصرفي القصير الأمد.

فيما سبق، لم نأخذ النفقات المالية بعين الاعتبار. فكما نعلم، إن المصادر المالية التي سنستخدمها ليست مجانية، وإنما يترتب عليها فوائد، يجب اعتبارها ضمن التوقعات. لذلك، بعد الانتهاء من تحضير مخطط الخزينة السابق، نقوم بحساب النفقات المالية، ونضيفها إلى النفقات، في حساب تغير الخزينة. وللقيام بذلك، سنقصر اهتمامنا على حساب الفوائد على الخصم والمكشوف (سنعتبر أن فوائد الديون الطويلة الأمد مخمنة وموجودة سلفاً في حساب النفقات). نفرض MDEC و MMOB متوسط المكشوف DEC ومتوسط حسابات الزبائن المحركة في كل فصل MOB. ونفرض $\tau_{DEC}$ $\tau_{MOB}$ معدل فائدة المكشوف، ومعدل فائدة الخصم. تضاف في كل مرة فوائد الفصل السابق على مكشوف الفصل الذي يليه. وهكذا نجد أن النفقات المالية الكلية المتوقعة لكل فصل $X_I$ بالشكل الآتي:

$$X_1=\tau_{MOB}*MMOB_1+\tau_{DEC}*MDEC_1$$
$$X_2=\tau_{MOB}*MMOB_2+\tau_{DEC}*(X_1+MDEC_2)$$
$$X_3=\tau_{MOB}*MMOB_3+\tau_{DEC}*(X_1+X_2+MDEC_3)$$
$$X_4=\tau_{MOB}*MMOB_4+\tau_{DEC}*(X_1+X_2+X_3+MDEC_4)$$

---

[4] نميز بين نوعين من الخزينة:
- الخزينة من مفهوم ضيق: تفترض أن الديون المصرفية تقتصر على المكشوف بشكلٍ أساسي أي $TRE = D - DEC$ الخزينة= النقدية المتاحة – المكشوف.
- الخزينة بالمفهوم العريض: تضيف إلى المكشوف ما خصمته الشركة من أوراق قبض أي $TRE = D - DEC - MOB$ الخزينة = النقدية – المكشوف – الأوراق المخصومة

ستزيد هذه النفقات من المخرجات المتوقعة، ويجب أخذها بعين الاعتبار، إما في زيادة الأوراق المخصومة لدى المصرف، أو في توقع زيادة المكشوف. وننبه أخيراً، إلى أن بعض الشركات قد تضطر لفتح أكثر من حساب مصرفي، نظراً لظروف وتوزيع مراكز نشاطها. بما أن عواقب المكشوف وخيمة نظراً لفوائده العالية، وبما أن الفائض في حال وجوده غير مأجور، يجب على إدارة الخزينة الانتباه لأهمية مساومة المصارف على الشروط التي ستخضع لها الحسابات، ولأهمية التحويلات بين الحسابات المختلفة لموازنتها، وعدم السماح بظهور مكشوف مستديم (وما سيترتب على هذه العمليات من نفقات إضافية). ويُنصح في حال وجود تبادلات مالية ضخمة بين فروع الشركة الأم، بفتح حسابات جارية لدى تلك الشركة، حيث يتم تحريك الأرقام المقابلة لكل تبادل مالي أو فيزيائي. يوفر ذلك على الشركة الكثير من الفوائد والعمولات والنفقات المالية الإضافية. وقد تلجأ بعض الشركات إلى احتساب فوائد داخلية على حسابات الفروع الجارية لديها. فيُكافأ الفرع ذو الفوائض، ويُعاقب الفرع المصاب بالعجز الدائم.

**مثال:** قدمت إحدى الشركات الميزانية الآتية:

| موجودات ثابتة | 150 | أموال خاصة | 100 |
|---|---|---|---|
| مخزون | 10 | ربح صافي | 10 |
| زبائن | 20 | ديون ط أ | 40 |
| صندوق | 10 | موردين | 40 |
| | | مكشوف | 0 |
| | **190** | | **190** |

فإذا علمت بأن الموردين يدفعون بعد 3 أشهر، وأن نصف المبيعات يدفعها الزبائن بعد 3 أشهر، والباقي يمكن خصمه مباشرةً لدى المصرف، وبفرض أن

الحصص تعادل ربع الربح، وتوزع في الفصل الثاني، وأن الديون تسدد في نهاية الفصل الأخير على أساس 8 في كل مرة، يُطلب حساب مخطط الخزينة، وتعطى المعلومات الآتية عن الفصول الأربعة القادمة.

| | T1 | T2 | T3 | T4 |
|---|---|---|---|---|
| مبيعات | 40 | 60 | 70 | 20 |
| شراء | 30 | 40 | 20 | 10 |
| نفقات تشغيل | 10 | 10 | 10 | 10 |
| استثمارات (مدفوعة نقداً) | 5 | 5 | 5 | 5 |

نفترض أن الخزينة الأصغرية =2

قبض بيع في الفصل الأول = مبيعات الفصل الأخير=زبائن الميزانية السابقة = 20. وهكذا نستطيع كتابة مقبوضات الفصول الأربعة القادمة كما يلي:

| قبض | 20 | 40 | 60 | 70 |
|---|---|---|---|---|

أما النفقات الفعلية فتتوزع كما يلي (حيث افترضنا وجود فوائد الديون ط.أ في نفقات التشغيل):

| | | | | |
|---|---|---|---|---|
| مشتريات | 40 | 30 | 40 | 20 |
| نفقات تشغيل | 10 | 10 | 10 | 10 |
| استثمار | 5 | 5 | 5 | 5 |
| حصص | | 2.5 | | |
| تسديد ديون | | | | 8 |
| **مجموع النفقات** | **55** | **47.5** | **55** | **43** |

وهكذا نحسب تغير الخزينة = القبض – الدفع

| تغير الخزينة | -35 | -7.5 | 5 | 27 |
|---|---|---|---|---|

وبما أن الخزينة البدئية = المتاح - المكشوف = 10 - 0 = 10 فإن مستويات الخزينة المتوقعة خلال الفصول القادمة تساوي:

| الخزينة | -25 | -32.5 | -27.5 | -0.5 |
|---|---|---|---|---|

وبما أن الخزينة الأصغرية هي 2 نجد أن الـ$DCT_b$ ستكون بحسب المعادلة $DCT_b=D_m-TRE$ مساوية للمبالغ الآتية:

| ديون مصرفية ضرورية | 27 | 34.5 | 29.5 | 2.5 |
|---|---|---|---|---|

يجب إذاً، إيجاد أفضل المصادر لتغطية هذه المبالغ. فإذا اعتُمد على المكشوف، فإن تكلفته عالية. أما إذا استخدمت إمكانية الخصم، فستنخفض هذه الديون. فيما يلي، قيم مبالغ الزبائن التي يمكن للشركة تحريكها وخصمها لدى المصارف (أو بشكل مجازيٍ لدى الشركات الأخرى):

| قابل للخصم | 20 | 30 | 35 | 10 |
|---|---|---|---|---|

وبناءً على قيم الجدول السابق، نجد أنه لا ضرورة لتحريك كل المبالغ القابلة للخصم، وإنما تحرك الأجزاء التي تفي بالغرض، فقط:

| مبالغ الخصم المستخدمة | 20 | 30 | 29.5 | 2.5 |
|---|---|---|---|---|
| المكشوف النهائي | 7 | 4.5 | 0 | 0 |

وبحساب مختلف متوسطات الخصومات المستخدمة، وحسابات المكشوف (وذلك بجمع القيم في كل فصلين متعاقبين، والتقسيم على 2) نجد:

| | T0 | T1 | T2 | T3 | T4 |
|---|---|---|---|---|---|
| مبالغ الخصم المستخدمة | 0 | 20 | 30 | 29.5 | 2.5 |
| متوسط الخصم الفصلي | | (0+20)/2=10 | (30+20)/2=25 | 29.75 | 16 |
| الكشوف النهائي | 0 | 7 | 4.5 | 0 | 0 |
| متوسط الكشوف الفصلي | | 3.5 | 5.75 | 2.25 | 0 |

بفرض أن فائدة المكشوف السنوية 20٪ (5٪ الفصلية) وتكلفة الخصم 10٪ (2.5٪ الفصلية) نجد (بقسمة المعدل على 4) أن النفقات المالية الواجب إضافتها إلى النفقات في حساب تغير الخزينة في كل فصل، تصل إلى:

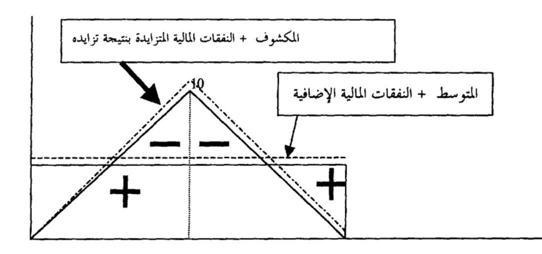
| نفقات مالية فصلية | 0.43 | 0.93 | 0.92 | 0.51 |
|---|---|---|---|---|
| تراكم النفقات المالية الفصلية | 0.43 | 1.36 | 2.28 | 2.80 |
| مستوى الكشوف النهائي المعدل | 7.43 | 5.86 | 2.28 | 2.80 |

ويقول البعض بأنه بعد توقع هذا المستوى، ينبغي على الشركة أن تبحث عن قروض قصيرة الأمد، أرخص من تكلفة المكشوف، وأن معرفة مستوى المكشوف بعد الضبط (بالنفقات الإضافية) تسمح بتغطيته من خلال قروض مساوية له. وهذا الكلام مقبول، في حالة عدم التأكد من انتظام طبيعة العمل، واستمرارية نشاط الشركة اليومي، واستقراره. أي في حال اعتماد الأرقام بشكل نقطي، متقطع، على كل فترة. أما إذا كان النشاط مستمراً، ومتجانساً بطبيعته، فسنجد أن هذه الاستراتيجية غير جيدة. فإن أخذ القرض في بداية كل فترة، يظهر لدينا فائض، ولم يكن هناك حاجة لتقدير نفقات المكشوف المالية (بحكم استبداله بالقرض الجديد). وإن تم اقتراضه في نهاية الفترة، قد يصبح الأمر غير مقبول، لنفس الأسباب، إذ سيعتمد الأمر على مستويات الخزينة في الفترات اللاحقة. لذا، فإننا نقترح أن يتم اقتراض مبلغ يكافئ متوسط المكشوف، بين كل فترتين، بحيث

نخفض حجم الفائض في الخزينة، ونغطي المكشوف تدريجياً، مع أخذنا بعين الاعتبار لتقدير التكلفة، التي تترتب على استخدامه. وبناءٍ على ذلك، تصبح الديون المطلوبة على الأمد القصير، مساوية لما يلي: متوسط المكشوف + النفقات المالية الفصلية

| ديون ق.أ مطلوبة في بداية كل فترة | 3.93 | 7.11 | 4.53 | 2.80 |
|---|---|---|---|---|

ولفهم آلية البحث عن أفضل مستوى للديون ق.أ التي ستساوم الشركة عليها مع المصارف نعرض حالة شركة بدون مكشوف أولي، وتتوقع أن يتكون المكشوف لديها خلال الفترة الأولى، وتتخلص منه في الثانية:




ويجب البحث دوما عن القرض الملائم في بداية المدة. ونقوم في بداية كل فترة باقتراض مبلغ يكافئ متوسطها، مضافا له النفقات المذكورة أعلاه، مما يتسبب بفائض خزينة، يتناقص تدريجيا خلال النصف الأول من الفترة الأولى. في هذه الحالة، سيبدأ المكشوف بالظهور، بعد منتصف هذه الفترة، ليبلغ أعظم حد له في نهايتها (كما يظهر في الشكل أعلاه). وضمن ظروف هذا المثال، ستقوم الشركة بتجديد القرض مرة أخرى، مما يضع الشركة من جديد في وضع مكشوف، يتناقص تدريجيا خلال النصف الأول من الفترة الثانية، ليظهر بعده فائض

متزايد، يكفي بنهاية الفترة لتسديد القرض الذي تم تجديده، وتصبح الشركة في توازن مالي مقبول. ستسمح سياسة الاقتراض المقترحة، هنا بعدم إظهار فوائض مبالغ بها، وتأخذ بعين الاعتبار حركة الخزينة، بما يتلاءم وإيصالها إلى حد التوازن.

ويمكننا تعميم آلية التفكير السابقة (التي اقتصرت بقصد التبسيط، على إظهار المكشوف في فترة، واختفائه في الفترة التالية)، على جميع أوضاع المكشوف، التي تتبدل من فترة لأخرى.

ولكن ينبغي التنبيه، إلى ضرورة الربط بين مستوى الـFR و مستوى الـTRE. ففي مثالنا السابق، وجدنا أن المكشوف الأصغري معدوم. ولو لم يكن معدوماً، لقلنا أن هناك نقصاً في مستوى رأس المال العامل ينبغي زيادته، وهذا ما سنتعرض له في الفقرات التالية.

كنا قد عرضنا أهم الأفكار المتعلقة بإدارة مركبات الحاجة لرأس المال العامل، لذا **نفترض من جهة أنه تتم إدارة هذه العناصر بشكل جيد، ومن جهةٍ أخرى أن مردودية الأصول السائلة بشكل نقود أقل من مردودية توظيفها في أصول أخرى، وأقل من فوائد أو تكلفة الديون.** عندئذٍ نقول، اعتماداً على المساواة FR=BFR+TRE سيكون الـFR عند مستواه الأمثلي إذا كانت الـTRE عند مستواها الأمثلي أيضاً.

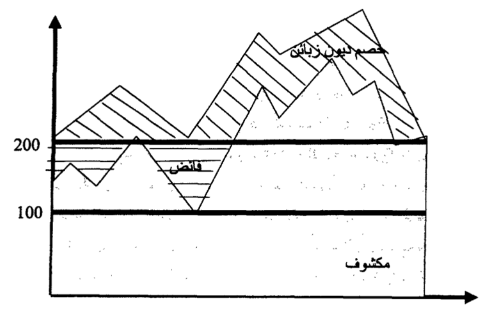
تشير الخزينة المضغوطة (أو المُبالَغ بها) إلى عدم كفاية (أو وجود فائض في) رأس المال العامل. وبناءً على ذلك، نستطيع من خلال تفحص مستوى الخزينة، معرفة ما يجب فعله بخصوص الـFR. ولتفحص مستوى الخزينة، يجب الانتباه إلى عدة مبادئ ينبغي احترامها، عند الدخول في هذا النوع من الإدارة:

- يعتبر المكشوف (Découvert)[5] من أغلى أنواع الديون.
- تفضل المصارف الإقراض ضمن شروطٍ مُعرَّفةٍ مسبقاً، على ألا تقوم الشركات باستخدام المكشوف بشكلٍ مستمرٍ ومتزايدٍ، مما قد يقلل من ملاءتها المالية. وكثيراً ما تشجع المصارف استخدام خصم أوراق الدفع المذكورة أعلاه، (Effets escomptés non échus).
- يُعتبر المكشوف بمثابة مصدر تمويليٍ غير مضمون على الأمد البعيد، (مقارنةً مع الديون المتوسطة والطويلة الأمد).

بشكلٍ عامٍ نقول أنه في حال عدم إمكانية ضغط الـBFR يشير وجود مكشوفٍ دائمٍ إلى عدم كفاية الـFR.

**مثـال**: حسب دراسة تنبؤ تدفقات الخزينة في حال عدم الاستدانة من جديد على الأمد الطويل، سيتطور مكشوف الشركة خلال سنة، كما هو مبين بالسطح المنقط.

[5] في سوريا، لا يُسمح للشركات بهذا النوع من التمويل، ولكن ذلك لا يمنع من أهمية دراسة نقص الخزينة والمكشوف. فعندما تقع هذه الشركات في مشاكل نقص السيولة، تلجأ إلى الاقتراض بطرقها الخاصة، وغالباً ما تكون تكلفة هذا النوع من الديون مكافئةً إن لم تكن أعلى من تكلفة المكشوف (ويصح هذا الكلام خاصةً في الدول التي تنتشر بها طرق التمويل اللارسمية).




يتجاوز المكشوف بشكل مستمر مبلغ 100 لذلك على الشركة زيادة الـFR حسب المعادلة السابقة. بفرض أنها تمكنت من استدانة المبلغ السابق لمدة تزيد عن السنة، فستوفر الفرق بين فائدة المكشوف (بمبلغ 100)، وفائدة استدانة نفس المبلغ على الأمد المتوسط أو الطويل. كما ستزيد هذه الاستدانة من ملاءة الشركة المالية.

والآن، ضمن تغيرات الشكل المبين أعلاه، هل من مصلحة الشركة استدانة 200 بدلاً من 100؟ كما نرى، سيؤدي ذلك إلى ظهور فوائض. ومثل هذه الفوائض غير مرغوب بها، لأن فائدة توظيفها، غالباً، ما تكون أقل من فائدة الدين الذي خلقها. لذلك، إذا لم تكن الشركة تستخدم خصم أوراق قبضها، فسيكون من غير المحبذ زيادة الدين الطويل الأمد. أما إذا كانت الشركة معتادة على خصم ديون زبائنها في التمويل، فإن تخفيض حجم الخصم في فترات الفوائض، سيعين الشركة على عدم إظهار فوائض مكلفة. كما سيؤمن وجود مثل هذا الخصم هامش حرية لدى الشركة، في تحديد FR أصغري وآخر أعظمي.

يعتمد تحديد هامش الـFR على توقعات تغيرات الخزينة في المستقبل، وعلى توقع تقلبات معدلات الفوائد[6] وعلى موقف الإدارة تجاه مخاطر السيولة، التي قد تعترض الشركة. كل ذلك يدل على أهمية إدارة الخزينة.

وتأخذ إدارة الخزينة أهمية خاصة في ظروف التضخم، إذ يقوم المولون بتضمين التضخم في معدلات الفائدة، ويصبح كبح النفقات المالية ضرورةً حتميةً لزيادة مردودية الشركة. في حال توفر الموازنات، سيسهل على الشركة تحضير مخطط الخزينة للأشهر القادمة. وننبه إلى أنه، يصعب توقع المبيعات بدقة لمدة أكثر من خمسة أو ستة أشهر. وقد يكون الأمر أكثر سهولةً فيما يتعلق بالنفقات المتوقعة بخصوص الرواتب والمخزون والاستثمار، وغيرها من الحسابات المرتبطة بقرارات الشركة الداخلية (بعكس المبيعات التي ترتبط بسلوك المستهلكين، وتطور نشاط السوق وأغلب هذه العوامل خارجة عن إرادة الشركة).

تُعبِّر الخزينة من جهة، عن نتائج قرارات الشركة البعيدة الأمد، مثل الاستثمارات، وزيادة رؤوس الأموال الدائمة، ويترجم ذلك عن طريق رأس المال العامل. ومن جهةٍ أخرى، فإنها تعكس أثر سياسة الشركة، وقراراتها على الأمد القصير (فيما يتعلق بسياسة الزبائن والتخزين وغيرها) ويترجم ذلك عن طريق الحاجة لرأس المال العامل. ينعكس تداخل وتفاعل هذه القرارات في نهاية الأمر، بشكل فائض أو حاجةٍ في خزينة الشركة. وبحسب حجم أثر القرارات السابقة على خزينة الشركة المستقبلية، قد تضطر إلى العودة عن أو تعديل بعضها. وقد يكون التعديل في أعلى الميزانية (كتخفيف المشاريع الاستثمارية أو الاستدانة على الأمد الطويل أو زيادة رأس المال) أو في أسفل الميزانية، (بزيادة أو تخفيض

---

[6] في حال اقتراض الشركة الآن على الأمد الطويل وانخفاض معدلات الفائدة لاحقاً، فسيكون ذلك سيئاً، لأنها تمولت بسعر مرتفع، أما إن انخفضت، فستكون فرصة تمويل جيدة بالنسبة لها.

المخـزون، أو مـدة إمـهال الزبـائن...). وكـل هــذه الحلـول، في الحقيقـة، تنتـج مـن خـلال المعادلــة البســيطة TRE=FR-BFR.

بينمـا تلجـأ الشـركة إلى مخطـط الخزينـة في ضبــط مشـاكلها بـالمنظور القصـير الأمـد، فإنـها تحتـاج إلى مخطـط مختلـف، يعتمـد علـى الاسـتراتيجية البعيــدة الأمــد. ونذكــر فيما يلي أهــم الاختلافـات بـين هذيـن المخططـين:

- كمـا قلنـا، لا يتجـاوز مخطــط الخزينــة فـترة السـنة، بينمـا يتــم تحضـير مخطـط التمويـل، لفـترة تقـارب الخمـس سـنوات أو أكـثر، حسـب طبيعـة الشـركة واسـتثماراتها.
- تكتسـي توقعـات مخطـط التمويـل بكثـير مـن الاحتماليـة وعـدم التـأكد مـن دقتـها، وهــذا مــا يدفــع لاسـتخدام أرقامــه لتحديــد التوجــهات، والاسـتراتيجيات العامـة؛ وعندمـا تصبـح الفـترات طويلـة جـداً، تغـدو أغلـب المعلومـات مـن طبيعــة وصفيـة. بينمـا يتمـيز مخطـط الخزينـة بأنـه اكـثر واقعيـة، وأقـل عشـوائيةً، ممـا يشـجع علـى اعتبـاره مقياسـاً او معيـاراً، لمـا سيتحقق. فمخطـط الخزينـة بـهذا المنظـور وسيلة رقابـة.
- يُقـرُّ مخطـط الخزينـة صـرف اعتمـادات النفقـات، وهـو يتعلـق بجميـع فعاليـات، وموظفـي، وعمـال الشـركة. أمـا مخطـط التمويـل، فيـهتم كمـا ذكرنـا بالتوجـهات العامـة، لـذا فـإن الإدارات العليـا هـي الوحيـدة المعنيـة بـأمره. كمـا أنـه لا يقتصـر علـى النشـاط المعتـاد في الشـركة، وإنمـا يـهتم بالأنشـطة التوسـعية، والجديـدة، في القطاعـات المختلفـة.

لـن نتعـرض في هـذا الكتـاب لطـرق تحضـير مخطـط التمويــل، الـذي يسـاعد الشـركة علـى تقييـم التدفقـات الماليـة المسـتقبلية علـى الأمـد المتوسـط والبعيـد. وسـنترك هـذا الموضـوع للكتـاب الثـاني، المتعلـق بـإدارة نشـاط الشـركة علـى الأمـد البعيـد.

# خاتمة

حاولنا من خلال هذا الكتاب، أن نطلع القارئ على أهم المستجدات في علم الإدارة المالية، وأن نقدم له صياغة مبسطة ومفيدة في الحياة العملية، للمدير الراغب باتباع الطرق العلمية في التفكير والتحليل. وقمنا بشكل أساسي، بالتركيز على أهمية التفريق بين التدفقات والأرصدة، وبين مختلف أنواع التدفقات.

وتركزت جهودنا على تقديم صورة مبسطة لمفاهيم الإدارة المالية القصيرة الأمد، فتناولنا إدارة أهم حسابات أسفل الميزانية، وقمنا بعرض ارتباطها بمختلف أنواع النتائج في الشركة. كما عرضنا موجزاً مفيداً في مفهوم معدل الفائدة، التي غالباً ما تسبب الإرباكات للمعنيين بطرق الإدارة المالية. وتدخل معظم الأفكار التي وردت في هذا الكتاب، كأساسيات ضرورية للمهتمين بهذا المجال، وكذلك كمقدمة ضرورية للكتاب الذي سنطرحه مستقبلاً حول الإدارة المالية على الأمد الطويل.

قمنا في هذا الكتاب بمقاربة مواضيع الإدارة المالية مع بعض التجديد والتحديث، لذلك فإننا نأمل أن نكون قد وفقنا بهذا العمل، ونجحنا بإغناء مكتبة القارئ العربي بمرجع يحتاجه كل من المدير، وأستاذ الجامعة، والطالب، ومختلف المهتمين بمفاهيم الإدارة المالية الحديثة.

# الرموز المستخدمة في هذا الكتاب

| الرمز | المعنى |
|---|---|
| FR | رأس المال العامل |
| BFR | الحاجة لرأس المال العامل |
| TRE | الخزينة |
| BFRex | الحاجة التشغيلية لرأس المال العامل |
| BFRhex | الحاجة اللاتشغيلية لرأس المال العامل |
| ETE | فائض خزينة التشغيل |
| EBE | فائض التشغيل الإجمالي |
| MBA | هامش التمويل الذاتي الإجمالي |
| AF | التمويل الذاتي |
| CAF | القدرة على التمويل الذاتي |
| CA | رقم الأعمال |
| DLT | الديون الطويلة الأمد |
| DCT | الديون القصيرة الأمد |
| CAP | رأس المال |
| IMN | الموجودات الثابتة الصافية |

| الرمز | المعنى |
|---|---|
| Ben | الربح (النتيجة) |
| Ben_net | النتيجة الصافية |
| Reserve | الاحتياطات |
| Prov | المؤونات |
| NDLT | قروض جديدة طويلة الأمد |
| RDLT | تسديد قروض طويلة الأمد |
| Div_ap | حصص للتوزيع |
| Div_p | حصص مدفوعة |
| Dotam | أعباء اهتلاك |
| AQ | امتلاك موجودات أو أصول جديدة |
| Cess_vente | قيمة بيع موجودات |
| VNC | القيمة المحاسبية الصافية |
| Res_excep | النتيجة الاستثنائية |
| Res_cou | النتيجة الجارية |
| Res_fin | النتيجة المالية |
| FP | رؤوس الأموال الدائمة |
| FF | النفقات المالية |
| PF | الإيرادات المالية |
| Imp_PV | ضريبة على ربح بيع موجودات |

| الرمز | المعنى |
|---|---|
| DCTe | الديون التشغيلية القصيرة الأجل |
| D | النقدية = المتاح = (صندوق + مصرف) |
| Dmin | المتاح الأصغري |
| DEC | المكشوف |
| MOB | المبالغ المحركة أو المخصومة |
| MDEC | متوسط المكشوف |
| MMOB | متوسط المبالغ المحركة أو المخصومة |
| Dprov | أعباء مؤونة |
| VA | قيمة مضافة |

# المراجع


- Bertrand JACQUILLAT, Bruno SOLNIK, “MARCHES FINANCIERS, Gestion de portefeuille et des risques”, Edition Dunod 1990

- G. A. WELSH, C.T.ZLATKOVICH, W. T. HARRISON, jr, “Intermediate Accounting”, 5th edition, R.D. IRWIN, 1979.

- G.LANGLOIS, Carole BONIER "Contrôle de gestion", Edition Foucher, 1996

- Jacques TEULIE, Patrick TOPSCALIAN, "Finance", Edition Vuibert, 1994

- James C.VAN HORNE, "Principes de gestion financière" Edition ECONOMICA 1991

- Josette PEYARD "Gestion financière" Edition PUF 1990

- Memento pratique Francis LEFEBVRE, Comptable, Edition Francis LEFEBVRE, 1990

- Michel ALBOUY, "Tableaux de financement: Orthodoxie et modernité", REVUE FRANCAISE DE GESTION, JUIN-JUILLET-AOUT, 1987

- Patrice VIZZANOVA "GESTION FINANCIERE" Edition ATOL 1991
- Patrick PIGET, "de la suprematie de la valeur actuelle nette globale et du taux interne de rendement global", Article apparu dans BANQUE & MARCHES
- Pierre VERNIMMEN, "Finance d'entreprise, analyse et gestion", Edition Dalloz 1988
- Roland PORTAIT, Philippe NOUBEL, "Les décisions financières dans l'entreprise", Edition Presse Universitaire de France 1988
- Stephen A.ROS, Randolph W.WESTERFIELD, Jeffrey F.JAFFE, "CORPORATE FNANCE", Edition Richard D.IRWIN, Inc, 1990
- توفيق حسون "الإدارة المالية" منشورات جامعة دمشق 1995.
- محمد الجليلاتي "محاسبة شركات (1) و (2)"، منشورات جامعة دمشق 1992-1993.
- منير ابراهيم هندي "الإدارة المالية-مدخل تحليلي معاصر"، منشورات المكتب العربي الحديث – الاسكندرية 1997.
- صباح الدين البقجه جي "مجموعة الرياضيات الأكتوارية"، مطبعة المفيد الجديدة بدمشق 1972.
- حمدي السقا، فخري اللحام "المحاسبة" مطبعة جامعة دمشق طبعة سادسة 1991- 1992.

# فهرس المحتويات

# عناوين صدرت في سلسلة الرضا للمعلومات

| اسم الكتاب | المؤلف | تاريخ النشر |
|---|---|---|
| ١- بيئة النوافذ WINDOWS 3.11 | م. أحمد شربك | ١٩٩٤ |
| ٢- مبادىء الصيانة والشبكات | م. عبد الله أحمد | ١٩٩٤ |
| ٣- معالجة النصوص MS WORD 6.0 | د. هيثم البيطار | ١٩٩٥ |
| ٤- ادخل إلى عالم WINDOWS 95 | م. مهيب النقري | ١٩٩٦ |
| ٥- قواعد البيانات MS ACCESS | زياد كمرجي - م. مهيب النقري | ١٩٩٧ |
| ٦- توابع وماكروات في MS EXCEL 97 | أ. زياد كمرجي | ١٩٩٧ |
| ٧- مرجع تعليمي شامل لبرنامج معالجة النصوص MS WORD 97 | د. هيثم البيطار | ١٩٩٧ |
| ٨- مرجع تعليمي شامل في MS EXCEL 97 | أ. زياد كمرجي | ١٩٩٧ |
| ٩- مرجع تعليمي شامل في صيانة الحواسب الشخصية | م. عبد الله أحمد | ١٩٩٨ |
| ١٠- مرجع تعليمي في برنامج الرسم والتصميم الهندسي AUTOCAD 14 | م. احسان مردود | ١٩٩٨ |
| ١١- المرجع التدريبي الشامل لـ WINDOWS 98 | م. إياد زوكار | ١٩٩٨ |
| ١٢- ادخل إلى عالم WINDOWS 98 | م. مهيب فواز النقري | ١٩٩٨ |
| ١٣- الإنترنيت وإنترانيت وتصميم المواقع | م. عبد الله أحمد | ١٩٩٨ |
| ١٤- تكنولوجيا المعلومات على أعتاب القرن الحادي والعشرين | هاني شحادة الخوري | ١٩٩٨ |
| ١٥-الإدارة الاستراتيجية للشركات والمؤسسات | د.يونس حيدر | ١٩٩٩ |
| ١٦-نظام الـ ISO 9004-1 | م.محمد حسن -م.بسام عزام | ١٩٩٩ |

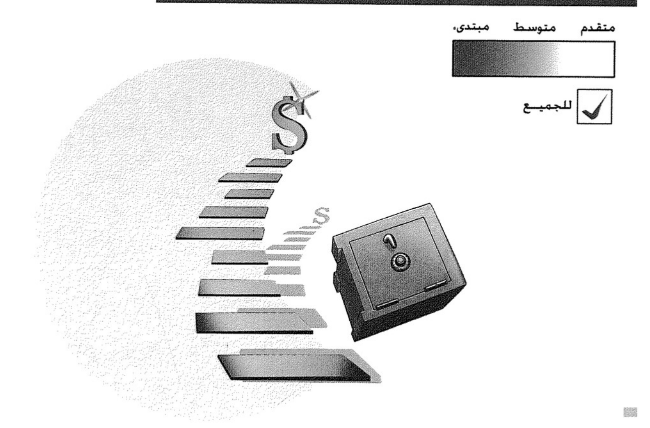
١٧–القائد المفكر حافظ الأسد

| | | |
|---|---|---|
| والمشروع التنموي الحضاري | د.رياض عواد–أ.هاني الخوري | ١٩٩٩ |
| ١٨– فن إدارة البشر | د. محمد مرعي مرعي | ١٩٩٩ |
| ١٩– المرجع الشامل لتعليمات | | |
| برنامج AUTOCAD | م. احسان المردود –م. وهبي معاد | ١٩٩٩ |
| ٢٠– الدعاية والتسويق ومعاملة الزبائن | م. حنا بللوز | ١٩٩٩ |
| ٢١– المعلومياء (المعلوماتية) | | |
| ظروفها وآثارها الاقتصادية – الاجتماعية | د. معن النقري | ١٩٩٩ |
| ٢٢– المرجع الشامل لبرنامج 3D STUDIO MAX | | |
| | م. جورج عطا الله بركات | ١٩٩٩ |
| ٢٣– دليل الجودة في المؤسسات والشركات | د. طلال عبود–أ.ماهر العجي | ١٩٩٩ |
| ٢٤–المرجع المفيد في علم شبكات الحواسيب | | |
| | د.معتصم شفا عمري | ١٩٩٩ |
| ٢٥– ادخل إلى عالم ORACLE 8 | م. مهيب النقري | ١٩٩٩ |
| ٢٦– أسس إدارة الموارد البشرية | د. محمد مرعي مرعي | ١٩٩٩ |
| ٢٧– تعلم برنامج إدارة قواعد البيانات | أ. زياد كمرجي – م. مهيب النقري | ١٩٩٩ |
| ٢٨– الدليل الشامل لأساسيات | | |
| الحاسوب والمعلوماتية | م. عبد الله أحمد | ١٩٩٩ |
| ٢٩– الكذبات العشر للعولمة | د. عدنان سليمان | ١٩٩٩ |
| ٣٠– بعض مسائل الاقتصاد اللاسياسي | د. مطانيوس حبيب | ١٩٩٩ |
| ٣١– دليل إعادة تنظيم وبناء المؤسسات | د.محمد مرعي مرعي | ١٩٩٩ |
| ٣٢– الدراسات التسويقية ونظم | | |
| معلومات التسويق | د. طلال عبود – د. حسين علي | ١٩٩٩ |
| ٣٣– مدخل إلى المعلوماتية الطبية | م. جورج بركات – أ. هاني الخوري | ١٩٩٩ |
| ٣٤– الدعاية والتسويق وفن | | |
| التعامل مع الزبائن – جزء ٢ | م. حنا بللوز | ١٩٩٩ |

| | | |
|---|---|---|
| ٣٥-تعلم كل شيء عن جافا | م.مهيب النقري | ١٩٩٩ |
| ٣٦- مبادىء العمل السكرتاري | | |
| باستخدام برنامج MS. OUTLOOK | بيداء الزير | ١٩٩٩ |

# عناوين ستصدر قريباً

| اسم الكتاب | المؤلف | تاريخ النشر المتوقع |
|---|---|---|
| ١- برنامج 3D-MAX الجزء الثاني | م.جورج بركات | ١٩٩٩ |
| ٢- دليل التشخيص وتحديد الأهداف | | |
| ووضع الخطط في المؤسسات | د. محمد مرعي مرعي | ١٩٩٩ |
| ٢- البرمجة في ACCESS BASIC | د.باسل الخطيب | ١٩٩٩ |
| ٤- نظام الشبكات WINDOWS NT | م.عبد الله أحمد | ١٩٩٩ |
| ٥- تصميم المواقع WEB DESIGN | م.عبد الله أحمد | ١٩٩٩ |
| ٦- التسويق وإدارة الأعمال التجارية | م.إياد زوكار | ١٩٩٩ |
| ٧- أمثلة وحالات عملية في EXCEL | م.إياد زوكار-م. نهال زركلي | ١٩٩٩ |
| ٦- الغرافيك والتصميم الإعلاني | أ. ياسر السلطي | ١٩٩٩ |
| ٧- أساسيات البرمجة وتحليل النظم | د. عمار خير بك | ١٩٩٩ |
| ٨- أساسيات الإدارة المالية الحديثة - ج٢ | د. دريد درغام | ٢٠٠٠ |
| ٨- المعلوماتية الطبية | د. نبيل دك الباب | ٢٠٠٠ |
| ٩- ORACLE 8 - الجزء الثاني | م.مهيب النقري | ٢٠٠٠ |
| ١٠- أسس التسويق | د. حسين علي | ٢٠٠٠ |
| ١١- برنامج MACROMEDIA DIRECTOR | أ. وائل جلال | ٢٠٠٠ |
| ١٢- المرجع الأساسي للمعلوماتية | أ. شادي سيدا | ٢٠٠٠ |
| ١٣- دليل التشخيص وتحديد الأهداف | | |
| ووضع الخطط في المؤسسات | د. محمد مرعي مرعي | ٢٠٠٠ |
| ١٤- السكرتارية التنفيذية | أ. رعد الصرن | ٢٠٠٠ |
| ١٥- برنامج COREL DRAW 9 | أ. ياسر السلطي | ٢٠٠٠ |




مع تزايد التحديات العالمية والأجواء التنافسية بين الشركات في الأسواق المحلية والعالمية ، يحتاج المدراء ورجال الأعمال إلى تغيير أساليبهم التقليدية في الإدارة . لم تعد تسمح الظروف الجديدة بالاعتماد على الحدس والتخمين والخبرة في تسيير الأمور . وأصبح إهمال أسس الإدارة العلمية الحديثة مصدر خطر حقيقي على مسؤولي الشركات الذين يجهلون المبادئ الأساسية .

يأتي دور هذا الكتاب في شرح مفاهيم هامة جدا في مجال الإدارة والتحليل المالي . يحاول الكتاب مساعدة المهتمين بالإجابة على الكثير من الأسئلة مثل :

- ما هو مفهوم معدل الفائدة ؟ وما معنى فائدة بسيطة ومركبة أو مكافئة ونسبية ؟
- كيف أقيِّم وضع شركتي مقارنة بباقي الشركات المنافسة ؟
- لماذا تعاني أغلب الشركات المحلية من مشاكل في السيولة ؟
- كيف أقيِّم مشروعاً استثمارياً جديداً ؟
- هل من مصلحتي زيادة الديون أم أعتمد على أموالي الخاصة ؟....

إن كانت هذه التساؤلات مطروحة في شركاتكم فلا بد وأن يساعدكم هذا الكتاب والجزء الثاني منه بالإجابة عنها . فهو يقدم مجمو من الأدوات والأفكار المشروحة بشكل مبسط لكل من يسعى لمسايرة التطورات والتغيرات السريعة في عالمنا الحالي .




Design by arabesK